

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 22 日)

ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握

ギリシャの債務不履行(デフォルト)がまことしやかに囁かれる中であって、その影響に関する照会が増えている。この点に関しては、「2012 年 3 月の民間債権者負担(PSI)を経て民間部門のエクスポージャーはかなり限定されており、contagion(汚染)はない」というのが現状のコンセンサス。国際決済銀行(BIS)の国際与信統計によれば、2011 年末から 2014 年末にかけて主要国銀行のギリシャ向けエクスポージャーは大きく減少しており、当時不安視されていたフランスやポルトガルもかなり状況が変わっている。今後 1 週間で最も警戒したいのは「7 月 1 日から IMF に対しデフォルト→ELA へアカット率引き上げ→ユーロ下落」という展開であり、IMF に対するデフォルトの直接的影響よりも、それを受けて欧州委員会や ECB の政策判断がどのように変わるのかが注目。

～ELA 頼みの様相強まる～

先週末の為替相場はギリシャ情勢への不透明感が色濃く残る中であって、ユーロ売りが目立つ展開。とはいえ、本当にギリシャのユーロ離脱までを織り込んでいる向きが多いとは思えず、総じてユーロ相場は堅調に推移しているという評価の方が肌感覚に合う。今朝時点ではチプラス・ギリシャ首相が首脳会議開催前に新たな改革案をメルケル独首相やオランド仏大統領、ユンケル欧州委員会委員長に説明したとの報道がなされているが、これに対する債権者側のリアクションは今のところ定かになっていない。今のところ、相場の反応は比較的落ち着いたものになっているが、ギリシャ国内からの預金流出加速を伝える報道も見られており、先週 18 日のユーロ圏財務相会合ではクーレ ECB 理事が本日(22 日)に関してはギリシャの国内銀行が営業可能かどうか分からないと述べたという。ECB からの緊急流動性供給(ELA)が同国金融システムの生殺与奪を握る状況がますます強まっている様子が窺い知れる。とはいえ、ELA で賄えないほどの流出状況に至った場合、資本規制も検討されることになるだろう。これは離脱への一里塚と見られかねない。

～ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握～

なお、ギリシャの債務不履行(デフォルト)がまことしやかに囁かれる中であって、その影響に関する照会が増えている。この点に関しては、「2012 年 3 月の民間債権者負担(PSI)を経て民間部門のエクスポージャーはかなり限定されており、contagion(汚染)はない」というのが現状のコンセンサスかと思われる。また、今回のギリシャのデフォルトはそもそも民間債権者向けではなくトロイカ(ECB、欧州委員会、IMF)という公的債権者向けに発生するものなので、デフォルト格付け相当ではない、という一部格付け会社の見解も公表されている¹。こうした理解が支配的だからこそ、ユーロ相場を始め、金融市場の反応も比較的穏当なものになっているのではないかと思われる。

¹ S&P: Greek non-payment to ECB 'not a default', June 15, 2015, Financial Times

例えば、一国の経済破たんが対外経済部門を通じて国際経済に影響する経路については国際決済銀行 (BIS) の国際与信統計が参考にされることが多い。PSI が実施される直前である 2011 年末時点のギリシャ向けエクスポージャーについて金額ベースで見ると、総額約 940 億ユーロのうち殆どが欧州銀行に集中しており、その半分近くがフランスだった。このような事実を踏まえて当時はフランス系金融機関に不安な眼差しを向けるムードがあった。なお、当時はその金額の多寡もさるこ

ギリシャ向けの対外与信残高 (金額、GDP 比、構成比)

(単位:10億ドル)	2011年末			2014年末		
	与信残	GDP 比	構成比	与信残	GDP 比	構成比
欧州銀行	90	0.5%	96.3%	32.95	0.2%	74.1%
オーストラリア	0	0.0%	0.0%	0.01	0.0%	0.0%
オーストリア	2	0.5%	2.5%	0.13	0.0%	0.3%
ベルギー	1	0.1%	0.8%	0.04	0.0%	0.1%
カナダ	-	-	-	-	-	-
チリ	0	-	0.0%	-	-	-
フィンランド	0	0.0%	0.0%	0.00	0.0%	0.0%
フランス	44	1.5%	47.2%	1.65	0.1%	3.7%
ドイツ	13	0.4%	14.2%	13.26	0.3%	29.8%
ギリシャ	-	-	-	-	-	-
インド	0	0.0%	0.0%	0.00	0.0%	0.0%
アイルランド	0	0.1%	0.2%	0.07	0.0%	0.2%
イタリア	2	0.1%	2.3%	1.38	0.1%	3.1%
日本	1	0.0%	1.0%	0.30	0.0%	0.7%
韓国	-	-	-	0.32	0.0%	0.7%
オランダ	3	0.4%	3.7%	1.68	0.2%	3.8%
ポルトガル	8	3.3%	8.6%	0.26	0.1%	0.6%
スペイン	1	0.1%	1.0%	0.33	0.0%	0.7%
スウェーデン	0	0.1%	0.3%	0.12	0.0%	0.3%
スイス	2	-	2.1%	-	-	-
トルコ	0	0.0%	0.1%	0.05	0.0%	0.1%
英国	11	0.4%	11.2%	12.16	0.4%	27.4%
米国	4	0.0%	4.7%	12.70	0.1%	28.6%

(資料) BIS、IMF

とながら、経済規模 (名目 GDP) 対比で見たエクスポージャーも注目され、こうした点に照らせば、当時はポルトガル (3.3%) そしてフランス (1.5%) が目立って大きかった。そしてそのポルトガル向けエクスポージャーが大きいスペインなどに対し疑惑の目が向けられ、連鎖的な債務危機に陥っていたのは周知の通りである。

だが、2014 年末時点に目をやれば、金額ベースで見ればギリシャ向けエクスポージャーは約 3 分の 1 まで圧縮され、全ての国において GDP 対比 0.5% 未満のエクスポージャーとなっている (最大でも英国の 0.4% である)。特に、フランスのエクスポージャーは 2011 年末の 440 億ドルから 2014 年末は 16.5 億ドルとほぼ清算されたような印象を受ける。国際与信統計からは「影響を受けるのは公的部門であって、民間部門は限定的」という事実を読み取ることができる。

～「IMF に対するデフォルト」と共にイエローカードは有り得る～

とはいえ、IMF に対するデフォルトを受けて何も事態が変わらないと考えるのは楽観に過ぎる。少なくとも、毎週その妥当性が議論されている ELA に関しては、ヘアカット比率の引き上げが決断される可能性が高いだろう。ELA 打ち切りが離脱宣言と同義のレッドカードだとすれば、ヘアカット比率引き上げはさしずめイエローカードである。6 月 30 日の IMF 融資期限が履行されないことを念頭に置けば、「7 月 1 日から IMF に対しデフォルト→ELA ヘアカット率引き上げ→ユーロ下落」という展開が今後 1 週間で最も警戒される。なお、IMF の規定に従えば、返済の遅滞があったとしても正式にデフォルト認定されるまでは然るべき手続きを踏んで約 1 か月かかるとされている。だが、既にラガルド専務理事が「7 月 1 日からデフォルト」と宣言している以上、もはや 6 月 30 日から 1 秒の遅滞も許されないと考えるのが妥当だろう。

現状、これほど物騒なムードが漂っているにも拘らず、ユーロ相場は依然として堅調である。6 月 16 日時点の IMM 通貨先物取引の状況によれば、ユーロショートポジションは 125.6 億ドルと昨年 7

月 15 日以来の低水準を記録しており、大幅な買い戻しが先行している²。これは「所詮、妥協するはず」と高を括っている結果なのか、それとも大きな決定前にポジションを清算したいという思惑からなのかは定かではない。ただ、歴史的水準にまで高まっていた投機筋のユーロショートポジションが圧縮されていることによって「7 月 1 日から IMF に対しデフォルト→ELA へアカット率引き上げ→ユーロ下落」という展開の確度が高まったように思われる。

中長期的に見れば、世界最大の経常黒字と高めの実質金利に対応するようにユーロ相場は上昇する筋合いにあり、過去 1 年の下落は「壮大な投機」と筆者は割り切っている。だが、IMF に対するデフォルトを前提とした場合、その「壮大な投機」が一時的に加速し、相場の方向感を支配してしまうような展開が予想される。

以上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

² 本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2015 年 6 月 16 日時点)』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)」
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて