

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 24 日)

ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？

貯蓄・投資バランスを見る限り、スペインやアイルランドといった国が「次のギリシャ」の候補となりそうな印象はない。PIIGS とひと括りにされることで注目された欧州債務問題だが、スペインやアイルランドは金融危機以前から政府部門が貯蓄過剰(つまり財政黒字)であり、当時から大幅に貯蓄不足となっていたギリシャとは事情が違ふ。なお、それでも敢えて年内にギリシャ以外でユーロ圏の火種を探るとすればスペインの政局がある。5 月の統一地方選挙で急進左派政党が躍進し、与党が大敗を喫したスペインでは 9 月 27 日にカタルーニャ州議会選挙、11～12 月に総選挙がある。現状を踏まえれば、それらの時期にギリシャの第三次金融支援交渉が揉めている可能性があり、反 EU の声と共にユーロ相場が荒れやすくなる時間帯は年後半にも想定されそう。

～早速チプラス政権に歪(ひずみ)～

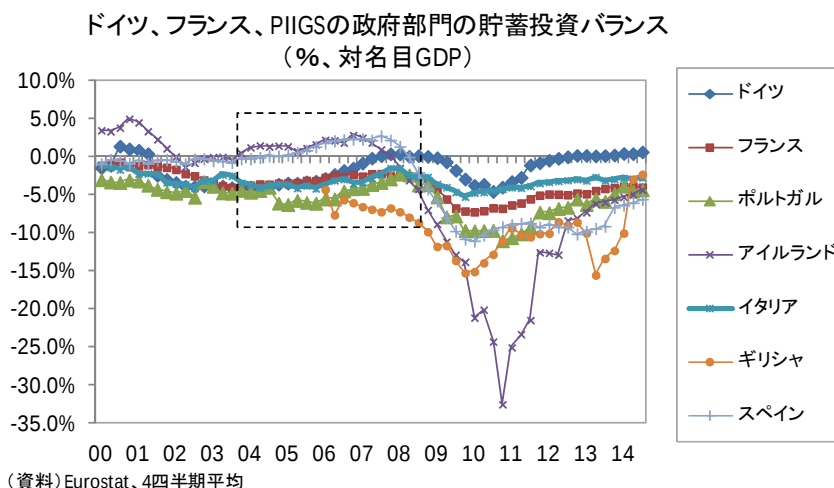
昨日の為替市場ではドル全面高の展開で対ユーロでは 1.1135、対円では 124.18 円をつける場面が見られている。ギリシャ支援交渉が進展しているとの思惑から一時的にユーロが買われていたが、その後は「事態が収束しても欧米金融格差が残るのでユーロ売り」との理屈からユーロが売られている。また、チプラス政権がトロイカ(欧州委員会・ECB・IMF)に提出した新改革案に対し、早速、与党内から反意を示す声が上がっている模様であり、今夏にかけて今年 2 度目の解散・総選挙という展開も考えなければならないムードが漂っている。今のギリシャにベストシナリオと言えるほどの選択肢はなく、極力ベターなものを選ぶしかない。緊縮受け入れによって解散総選挙になること自体、良い結果とは言えないが、デフォルトに比べればベターな選択肢に位置付けられる。

～IS バランスを通して見る「次のギリシャ」候補～

ギリシャにとって最悪のシナリオは間違いなくユーロ離脱とそれに伴う短期的な経済・金融混乱である。新ドラクマは発足したその瞬間から暴落が始まり、同国は強烈な輸入インフレに見舞われることになる。中長期的に見れば独立した金融政策と自国通貨をもって再建を図ることが期待されるが、当面は深い傷を負った状態が続くことになるだろう。片や、ユーロ圏は脱落者を出すことに伴う求心力の低下が不安視されるものの、長年足枷となってきたギリシャを切り離すことで不透明感が払拭されるメリットの方が大きいだろう。むしろ、EU の拡大・深化を加速させる契機になるのではないかな。

この点、ギリシャが離脱すれば「次のギリシャ」を探す動きが加速するのではないかなとの声もある。しかし、貯蓄・投資バランス(IS バランス)を見る限り、例えばスペインやアイルランドといった国がそうした候補足り得るのかと言えばそのような印象はない。PIIGS(ポルトガル・アイルランド・イタリア・ギリシャ・スペイン)とひと括りにされることで注目された欧州債務問題だが、スペインやアイルランドは金融危機以前から政府部門が貯蓄過剰(つまり財政黒字)であり、当時から大幅に貯蓄不足となっ

ていたギリシャとは事情が違う(図、点線四角部分)。金融危機後、スペインやアイルランドの政府部門が苦境に陥ったのはバブル期に民間部門が過剰なリスクテイクを行い、バブル崩壊と共に政府部門がそのツケを払うことになったためである。この点、最初から政府部門が問題だったギリシャとは異なる。なお、



スペインやアイルランドそしてポルトガルは支援プログラムから卒業済みであり、新たな資金受領を巡って債権者側と衝突し、ユーロ離脱が懸念される事態まではとても想像できない。長い目で見れば悪しき前例を作ったことが響いてくる可能性はあるが、ギリシャとそれ以外の被支援国が抱える問題は同一視すべきではないだろう。ちなみに本題からは逸れるが、前頁図で示されるように足許ではドイツの政府部門が貯蓄過剰になっているが、ドイツは民間部門も貯蓄過剰である。要するに、国内経済主体全てが貯蓄過剰であり、結果として莫大な経常黒字(海外部門の貯蓄不足)に繋がっている。内需喚起の要請が高まるのは必然である。

～年後半のテーマはギリシャ&スペイン?～

そうしたファンダメンタルズを脇に置いた上で、敢えて年内にギリシャ以外でユーロ圏の火種を探るとすればスペインの政局だろう。5月の統一地方選挙で急進左派政党が躍進し、与党が大敗を喫したスペインでは9月27日にカタルーニャ州議会選挙、11～12月に総選挙がある。これまで緊縮路線を歩みながらも政治情勢が安定していたスペインにおいて左派勢力が台頭し始めた背景にギリシャの急進左派連合(SYRIZA)の影響があったことはやはり否定できない。この意味でSYRIZAのゴネ得を許し、他国の左派を勢いづかせる悪しき前例を作らないためにも「ギリシャ離脱やむなし」とのスタンスで交渉に臨むトロイカの姿勢はやはり正しいものと言える(但し、実際に離脱してしまった場合、「離脱可能である」という現実を各国左派が前向きに捉え勢いづく可能性も有り得るが)。

なお、仮に現状の交渉が順調に進みギリシャが72億ユーロを獲得したとしても、今夏の終わりから今秋にかけては全く新しい第三次金融支援の交渉が必要になるとの声は多い。その状況はスペインのカタルーニャ州議会選挙や総選挙の時期とぶつかることになる。反EUの声と共にユーロ相場が荒れるやすくなる時間帯は年後半にも想定されそうである。

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。

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23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
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
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	クレー発言の真意と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	なぜ為替と株値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～デュアルマシンの狭間で～)
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～)