

## みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 29 日)

## 一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～

27 日の緊急ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)はギリシャ支援の延長合意に達することではなく終了。声明文でのギリシャ外しや未合意案の公表など、EU 政策当局からは異例の対応が見られている。26 日の段階でユーログループは支援プログラムの大幅延長・増額という著しい譲歩を行った模様だが、バルファキス・ギリシャ財務相はこれを拒否し、26 日夜に交渉を一方的(unilateral)に打ち切り、27 日のユーログループも途中退席したと報じられている。国民投票実施という捨て身の瀬戸際交渉もユーログループには通じず、もはや 30 日の IMF に対するデフォルトはメインシナリオという状況。銀行閉鎖&資本規制はユーロ離脱に係る第一歩と目されていただけに、こうした動きは真摯に受け止める必要がある。資本規制を敷いた以上、「元の姿」に戻るのには容易ではなく、最悪の場合、このまま通貨圏からフェイドアウトする展開もあり得る。

## ～決裂に付された不穏な一文～

27 日の緊急ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)はギリシャ支援の延長合意に達することではなく終了した。ユーログループは 27 日付のプレスリリースとして時間を分けて 4 枚の紙を公表している。

- ① 17 時 45 分:Eurogroup statement on Greece(ユーロ圏財務相会合のギリシャに関する声明文)
- ② 20 時 00 分:Remarks by Eurogroup President at the intermediary Eurogroup press conference on 27 June 2015(中間会見におけるユーログループ議長の発言)
- ③ 20 時 36 分:Ministerial statement on 27 June 2015(財務相らによる声明)
- ④ 22 時 10 分:Remarks by Eurogroup President at the final Eurogroup press conference on 27 June 2015(最終会見におけるユーログループ議長の発言)

簡単に①はユーログループとしての声明文で交渉決裂を伝えるものであり、②は①を元にしたデイセルブルム・ユーログループ議長の発言の要旨である。③は欧州金融安定ファシリティ(EFSF)や欧州安定メカニズム(ESM)などを使ったサポートで引き続き事態收拾にあたる意思があることを示し、④は③を元にしたデイセルブルム議長の発言が記されている。ユーログループとしての本音が感じられるのは②の決裂後の議長会見であり、ギリシャ問題への諦観が滲み出ている。

先週 26 日の段階でユーログループは支援プログラムを 11 月までの 5 か月間延長し、現状の倍額である 155 億ユーロを分割支払いすることを提案していた。この案において、優先事項としてギリシャに要求していた内容は昨晚、欧州委員会が公表している<sup>1</sup>。「合意に至らなかった案」を草稿段

<sup>1</sup> “Information from the European Commission on the latest draft proposals in the context of negotiations with Greece”, European Commission

階で公にするのは異例である。デイセルブルム議長も会見で述べたように、これは今年2月20日合意の枠内で認められる最大限の柔軟性であり、ユーログループとしてはギリシャ経済が悲惨な状況にあることを斟酌した上で最後の温情を与えたと見受けられる。上述の欧州委員会のプレスリリースでも同様の旨が描かれている。だが、パロファキス・ギリシャ財務相はこれを拒否、26日夜に交渉を一方的(unilateral)に打ち切り、27日のユーログループも途中退席したと報じられている。

ユーログループの提案はラフに言えば「あと5か月やるから緊縮案を飲め」という内容だったと見受けられるが、パロファキス・ギリシャ財務相が要請していた案は「緊縮案を受け入れたくないからもう1か月交渉させろ」ということだったのだろう。なお、この1か月延長案は国民投票の話が出る以前の案であり、27日には「国民投票の後まで期限を延ばしてくれ」という要請があったとも報じられている。いずれにせよユーログループはこうしたギリシャの要請を拒否している。後述するように、そもそも国民投票案自体がユーログループに無断で、しかも勝手に最終期限である「6月30日」を跨いで設定されているのだから交渉余地などあるはずもない。

結果、声明文末尾には「Supported by all members of the Eurogroup except the Greek member」との一文が付され、上述の②の会見でもデイセルブルム議長は「It was a statement by 18 ministers and you will see a footnote making it clear that the Greek representative in the Eurogroup cannot agree with this statement」と強調している。この一文に秘められた両者の溝は相当深そうである。

### ～強烈な徒労感:思い返される2011年10月31日～

なお、ユーログループ直前にはチプラス・ギリシャ首相が厳しい緊縮措置を含む支援案について、7月5日に国民投票に付すことを突如発表した。同首相はテレビ演説で「提案はすべての関係者が納得できるものではなく、すべての人々にとって屈辱となりかねない」と訴え、支援受け入れに対するNoを呼びかけている。報道によれば、この国民投票案は交渉相手であるEU高官にも、ギリシャ政府内の事務方にも知らされていなかったという。これはチプラス首相によるユーログループへの「揺さぶり」だったと目されるが、結局これは奏功しなかった格好である。

過去5年、本欄では複数回に亘ってギリシャ情勢の論点整理を行ってきた。この過程で緊縮受入れに際して国民投票が行われるという展開を想定していなかったわけではない。だが、本当に実施されるのであれば、やはり脱力感を覚えざるを得ない。記憶に新しい向きもあろうが、緊縮を巡る国民投票については2011年に未遂があった。債務危機を巡る緊張がピークに達していた2011年10月31日、パパンドレウ・ギリシャ首相(当時)は突如、第二次金融支援(1300億ユーロ)の受入可否について国民投票を行うと表明し、市場は強烈なリスクオフムードに見舞われた。この表明は国内外から強い批判を浴び、数日後に即撤回を余儀なくされるということがあった。今回の国民投票はこの時に揉めた1300億ユーロの残額(72億ユーロ)を巡るものであり、結局、3年半経っても、全く同じ案件で揉めているということになる。債権者側であるトロイカ(欧州委員会・ECB・IMF)の徒労感たるや、並々ならぬものであろう。なお、28日、ギリシャ議会は国民投票実施について承認しており、あとはパプロプロス・ギリシャ大統領の了承を待つだけである。

### ～6月30日デフォルトはメインシナリオに～

上述の③や④のプレスリリースに表れるように、この期に及んでもユーログループはまだ事態の収

拾に前向きな姿勢を示している。交渉決裂を受けて支援プログラムは6月30日で失効することが明記されているものの、その後も必要があればサポートするような表現も付されている。デイセルブルム議長の会見は以下のような発言で締め括られている:

・ユーログループ-及びこれを構成する19か国のメンバー、私はこれを強調したいと思います-はギリシャの状況を非常に注意深く監視しており、ギリシャそしてユーロ圏の利益のために、必要とされる状況・場所において会議を再招集する用意があります。我々は欧州委員会やその他機関に協力を求め、もし金融支援が失効した後に要求があれば、ギリシャやギリシャ市民を支援し、助ける用意があります。私の言いたいことはこれが全てです (④Remarks by Eurogroup President at the final Eurogroup press conference on 27 June 2015 より筆者抄訳)

なお、「③Ministerial statement on 27 June 2015」に関しても「We stand ready to assist and support Greece and the Greek people as required, following the expiration of the EFSF financial arrangement」との文言で締め括られており、現行支援が失効した後も求めに応じて支援する意思があることを隠していない。これは6月30日に第二次金融支援が正式に失効した後も、支援を話し合う用意があるという内容にも読める。もっとも「求めに応じて(as required)」ではあるものの、結局その際の付帯条件である緊縮案で合意が得られないからこそここまで拗れているのである。チプラス首相が政権を担う限り、この両者のチキンレースが延々と続くしかない。むしろ、既に失効後の話が描かれている以上、もはや6月30日のデフォルトはメインシナリオと考えた方が良いでしょう。

### ～国民投票しか事態を変えられない印象～

どうすれば事態は変わるのか。ここまでユーログループが譲歩したにも拘らず、拒否するのであれば確かに国民投票しかないのかもしれない。率直に言って、債権者側から5か月間延長の申し出があったこと自体も相当なサプライズであり、ここで決着がついても不思議ではなかった。この案も受け入れられないということはチプラス政権の反緊縮は本物である。だが、チプラス政権は反緊縮について信認を受け誕生したが、ユーロ離脱まで信認を受けたわけではない。支援拒否がユーロ離脱に直結する現状になってしまった以上、もはや政権だけの判断では決められないので国民に決めて貰うしかないというのが実態なのだろう(もっとも1月末の総選挙の段階で「反緊縮=ユーロ離脱」を想像できなかったギリシャ国民の認識も相当甘いものと言わざるを得ないが)。仮に、国民投票で反緊縮を飲むことになってもそれは「国民の決めたこと」なので首相の面子も保たれる。

国民投票のお題は「支援とこれに伴う緊縮案を受け入れるか否か」である。だが、つなぎ融資合意に至った2月以降、EU政策当局は再三、「離脱も止むなし」という情報発信を行っている。ゆえに、事実上のお題が「ユーロに残るか否か」であることは、さすがのギリシャ国民も承知だろう。各種報道を元にすれば、ギリシャ国民の7割はユーロ残留を希望していると言われ、真っ当に考えれば国民投票を経て債権者側の提案を飲む展開の可能性が高い。万が一、Noが上回った場合、それはギリシャ国民としてユーロ離脱を選んだことに等しく、Grexitの手続きが粛々と始まることになる。

なお、国民投票で問われるのは先週、債権者側が提示した「5か月間で155億ユーロ」という新案と見られるが、ギリシャが途中で蹴ったため、今でも有効なのかは定かではない。真っ当に考え

れば、「6月30日で打ち切りである」との文言に伴い、廃案と考えるのが正しいように思われる。

### ～銀行閉鎖&資本規制はユーロ離脱への一里塚～

以上のような状況を受けて、昨晚、ECBはギリシャへの緊急流動性支援(ELA)の上限に関し、現状維持を決定した。これにより預金引き出しが加速しているギリシャ国内銀行は営業が困難になり、本日から営業停止になることが発表されている。また、ギリシャの金融安定評議会は、本日(29日)のATM稼働停止を決定し、明日(30日)以降からの現金引き出しを1日当たり60ユーロに制限することを提言している(大統領令が出てからの施行となる)。いずれにせよ銀行閉鎖・資本規制はギリシャがユーロ離脱するにあたってのファーストステップと見られていただけに、この動きは真摯に受け止めるべきである。銀行閉鎖の期間は示されていないものの、少なくとも7月5日の国民投票で結論が出るまでは継続するとの見方が強い。

なお、資本規制に関しては解除するタイミングの方が難しい。2013年3月の危機で資本規制を導入したキプロスは完全解除に2年、2008年に導入したアイスランドは未だ完全解除には至っていない。資本規制を敷いた以上、「元の姿」に戻るのには容易ではないのである。それでもキプロスやアイルランドは金融支援を受け入れることで事態の收拾を図ったが、ギリシャはその受け入れ段階で揉めている。このまま通貨圏からフェイドアウトする方が容易という判断に至る展開も否定できない。

### ～金融市場への影響～

一連の展開を受けてユーロ相場は急落しており、対ドルでは1.09550付近、対円では134円台半ばをつけている(それぞれ週末値は1.1165、138.31円)。ユーログループにおける完全決裂にしても、国民投票の実施にしても、市場予想を逸脱する展開であるため、値動きとしては素直なものと言える。今後、30日のIMFに対するデフォルトを経て、5日の国民投票の結果が出るまでは基本的にこのような動きが続くはずである。

7月5日の国民投票で賛成多数が確定した後、週明け6日の為替市場では素直にユーロ買いで反応するだろう。だが、仮に「155億ユーロ受領、5か月延長」という新案で幕引きになったとしてもFRBの正常化プロセスが頓挫するまではユーロキャリー取引優勢でユーロ相場は下げやすいだろう。先週末、何度か交渉が合意を得そうになった局面でもユーロが買われることはなかった。これは事態の沈静化と共に欧米の金融政策格差に応じた動きが活発化するということを示唆しているのではないと思われる。結局、ユーロ相場が本格的に反騰の局面に入るためには米経済が利上げに伴うドル高に耐えかね、正常化の手を止める展開が必要と筆者は考える。『中期為替相場見通し』では、そのような局面は年末から年明けにかけて到来すると想定している。そこまでを見通して、目先の下げに耐えられるのであれば、現状のユーロ下落は押し目とも考えられる。

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](mailto: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26日 | 週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)                        |
| 2015年6月25日 | 約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～                                   |
| 2015年6月24日 | ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？                                       |
| 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 月利上げの芽は潰れたか～                                   |
| 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 | イレブ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                                       |