

みずほマーケット・トピック(2015 年 7 月 1 日)

ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について

ギリシャは昨日(6月30日)に期限を迎える IMF からの借入額 15 億ユーロを返済せず。また、予定通り第二次金融支援の枠組みも失効した。今後の焦点は新金融支援の枠組み(第三次金融支援)の策定だが、まずは国民投票の結果を待って交渉が始まることになる。しかし、新たな枠組みが策定され、仮に年単位の延長で合意したとしてもギリシャが改心して緊縮に励む姿を想像する向きは今や殆どないだろう。だとすると、そろそろギリシャのユーロ離脱に伴う損失イメージを作った方が良いかもしれない。ユーロシステムとしてギリシャに供与している支援総額はラフに見積もるだけでも 3000 億ユーロは下らないと見られ、各国 GDP 比で 2~5%程度、ユーロ圏全体では 3%程度のイメージになる。4 大国(ドイツ・フランス・イタリア・スペイン)で見た場合、年内に総選挙が控え、左派躍進が懸念されるスペインの比率が比較的大きめであることは気掛かり。

～債務返済行われず～

ギリシャは昨日(6月30日)に期限を迎える IMF からの借入額 15 億ユーロ(≒17 億ドル≒12 億 SDR)を返済しなかった。昨晩はギリシャとユーログループの間で緊急的に電話会議が行われ、チプラス・ギリシャ首相は期間 2 年間の新たな金融支援枠組みを提案した模様だが、これも合意は叶わなかった。これにより第二次金融支援の未払い分 72 億ユーロは正式に失効したことになる。

振り返ってみれば今年1月の政権発足時からチプラス政権のスタンスは全くぶれなかった。これに対し、トロイカ(欧州委員会・ECB・IMF)はこれに振り回され続けた。元より資金も信頼もないギリシャはユーロ離脱さえ回避できれば良く、そのユーロ離脱はトロイカも避けたい選択であることを踏まえれば、こうした結果は必然だったのかもしれない。トロイカが本気でギリシャを離脱させる展開を考え始めない限り、結局はギリシャの望み通りの展開に着地する茶番劇が続くしかない。

プレスリリースによれば IMF 理事会はギリシャが要請している返済義務の延長(an extension of Greece's repayment obligation)に関し、検討を始めている模様である。だが、そもそもラガルド IMF 専務理事は7月1日にデフォルトで猶予など有り得ないと言い切った経緯がある。そう言わざるを得なかった事情はあろうが、どうしてもギリシャに良いようにやられているという印象は拭えない。

～今後の展開:週明けまで小休止か～

IMF はギリシャ当局からの要請を受けて返済期限の延長を検討中である。但し、今回の 15 億ユーロの延長可否は脇に置いて、第二次金融支援の枠組みは消滅しているため、今後の焦点は新金融支援の枠組み(第三次金融支援)の策定ということになる。紛らわしいが、今回返済されなかった 15 億ユーロは 2010 年 5 月、いわゆる第一次ギリシャショックに対して行われた第一次金融支援の一部であり、第二次金融支援とは別物である。ゆえに 7 月以降の延長要請が可能なのである。ち

なみに第一次金融支援で発生した債務にはクロスデフォルト条項が付されていないため、万が一、IMF 理事会が延長要請を拒否、デフォルト認定されたとしても他債務に波及する懸念は薄いと目される(但し、ECB の緊急流動性供給(ELA)の判断に影響が出る可能性はあるが)。

IMF 融資に関し、支払遅滞から正式にデフォルト認定されるまで約1か月とされるが、結論は7月5日の国民投票後に持ち越すだろう。第三次金融支援を巡る交渉も国民投票で支援受け入れが確定しない限り、着手されることもないはずである。ギリシャ問題は当面、国民投票の世論調査に神経質になりながらも、週明けまで小休止ではないか。但し、7月4日にはかなりの少額だが円建て国債の利払い(5.3億円)がある。IMFと違い民間部門への支払い遅滞はデフォルト格付けに直結するので要警戒が必要である。

～ギリシャ離脱に伴い生じる損失試算:ユーロシステム分～

なお、国民投票で支援受け入れ反対が上回った場合、もはやユーロ残留の道はほぼ断たれることになる。恐らくIMFも返済期限の延長を拒否するだろう。7月に矢継ぎ早に到来する民間部門への元利払いが遅滞した時点で格付け会社がデフォルト格付けを確定し、ECBのELAが止まり、ギリシャは自国通貨発行でしか国家運営できない状態になる。リスボン条約においてユーロ離脱の手続きが定められていないという次元ではなく、ユーロ枯渇化に伴う済し崩し的な離脱が起きる。

今後、第三次金融支援が策定され、仮に年単位の延長で合意したとしてもギリシャが改心して緊縮に励む姿を想像する向きは今や殆どないだろう。だとすると、そろそろギリシャのユーロ離脱に伴う損失イメージを作って置いた方が良いかもしれない(既にEU当局では作っていると思われるが)。ユーロシステムとしてギリシャに供与している支援総額はラフに見積もるだけでも3000億ユーロは下らないと見られ、これをECBの資本金出資比率で配分してみると、各国GDP比で2～5%程度、ユーロ圏全体では3%程度である(表、※もちろんこれだけに限らず、欧州投資銀や各国政府レベ

ユーログループとしてのギリシャ支援負担額(筆者概算額)

(単位:10億ユーロ)	第一次金融支援 (①)	第二次金融支援 (②)	ECB保有のギリシャ国債 額面(③)	ギリシャに対する TARGET債務(④)	合計 (①+②+③+④)	名目GDP	GDP比
ベルギー	1.9	4.7	0.7	3.6	11.0	402.3	2.7%
ドイツ	13.9	34.2	5.2	26.4	79.8	2,903.8	2.7%
エストニア	0.1	0.4	0.1	0.3	0.9	19.5	4.4%
アイルランド	0.9	2.2	0.3	1.7	5.1	185.4	2.8%
スペイン	6.8	16.8	2.6	13.0	39.2	1,058.5	3.7%
フランス	11.0	27.0	4.1	20.8	62.9	2,141.9	2.9%
イタリア	9.5	23.4	3.6	18.1	54.6	1,616.0	3.4%
キプロス	0.1	0.3	0.0	0.2	0.7	17.5	3.8%
ラトビア	0.2	0.5	0.1	0.4	1.3	24.1	5.2%
リトアニア	0.3	0.8	0.1	0.6	1.8	39.9	4.6%
ルクセンブルグ	0.2	0.4	0.1	0.3	0.9	46.9	1.9%
マルタ	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	8.0	3.6%
オランダ	3.1	7.6	1.2	5.9	17.7	651.8	2.7%
オーストリア	1.5	3.7	0.6	2.9	8.7	328.9	2.6%
ポルトガル	1.3	3.3	0.5	2.6	7.7	173.1	4.5%
スロベニア	0.3	0.7	0.1	0.5	1.5	37.2	4.1%
スロバキア	0.6	1.5	0.2	1.1	3.4	75.2	4.6%
フィンランド	1.0	2.4	0.4	1.8	5.6	204.0	2.7%
EA18 合計	52.9	130.0	19.8	100.3	303.0	9,934.0	3.1%

(資料)各種報道、欧州委員会、ECB、IMF等より筆者作成。③は14年末のECB発表値、④は15年5月、名目GDPはIMF世界経済見通しより。

2015年7月1日

ルでギリシャに対する与信を行っているものはあるだろう)。これを大きいと見るか小さいと見るかは判断が分かれるところだが、4 大国で見た場合、年内に総選挙が控え、左派躍進が懸念されるスペインの比率が比較的大きめであることは気掛かりである。

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～
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、PSPF 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？～