

みずほマーケット・トピック(2015年7月6日)

ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～

緊縮策の受け入れ可否を問うギリシャ国民投票は反対派が圧勝。国民投票の結果が賛成多数であろうと反対多数であろうと、元より残された時間はあと2週間である。「7月20日」のECB保有国債の償還が失敗すればECBはELAを止める判断に至る。それはユーロ離脱シナリオの始まりでもある。これを回避するためには、ギリシャとユーロ圏は今後2週間で第三次金融支援の合意、ギリシャ議会の緊縮案可決、ドイツやオランダ議会における合意等を一気にこなす必要がある。八方塞りの状況に見えるが、唯一、市場へのショックを限定した上で事態を丸く収める道がある。それは債権団による債権の全部ないし一部放棄であり、既にIMFがこれを示唆している。むろん、「ギリシャのゴネ得」以外何物でもなく、そのようなウルトラCをあと2週間でまとめることができるのかという難しさはあるが、軟着陸するためにはもうこの道しかないのも事実である。

～反対圧勝:現時点では静観ムード優勢～

昨日投票が行われた緊縮策の受け入れ可否を問うギリシャ国民投票は開票率85%時点で反対62%に対し賛成が38%となり、事前の調査とは裏腹に大差で反対が勝利した。投票結果を受けて明日7日には緊急ユーロ圏首脳会議が招集される模様。ギリシャの命運を握る緊急流動性供給(ELA)に関し、ECBは打ち切りではなく上限据え置きの方針を公表している。後述するようにELAは交渉再開の芽がある限り継続というのがECBのスタンスであるため、まずはユーロ圏の政治動向を見極めたいということだろう。為替市場も一時的にはヒステリックにユーロ売り・円買い・ドル買いとなったものの、直ぐに静観の構えに戻っている。とはいえ、国民投票前にはデイセルブルム・ユーログループ議長が「ギリシャ国民が緊縮策の実施に反対する場合、新たな支援を提供する理由がなくなるだけでなく、ギリシャがユーロ圏にとどまる理由もなくなる」と述べていた経緯なども踏まえれば、当面は株式市場を始め、リスク資産にとっては逆風の状況が続きそうである。

以下、今後の論点を整理しておきたい:

～残された時間は?～

国民投票の結果が賛成多数であろうと反対多数であろうと、元より残された時間はあと2週間である。「7月20日」に到来するECB保有のギリシャ国債35億ユーロの償還が失敗すればECBはELAを止める判断に至る。ELAの上限を据え置いたことが現状のギリシャ国内銀行の預金引き出し制限に直結したことを踏まえれば、ELA打ち切りが完全なる預金封鎖(最悪の場合、預金カット)に直結することは想像に難くない。本欄でもかねてより危惧していた(が本当に心配することになるとは思わなかった)シナリオ、「ELA打ち切り→ギリシャ国内からユーロ枯渇→自国通貨発行が不可避→ユーロ離脱」という展開が走り出す可能性が高まっている。今後2週間で第三次金融支援の枠

組みを確定し、ギリシャ議会が緊縮案を可決、その上で支援実施に関しドイツやオランダといった一部西側諸国の議会も承認しなければならない。極めてハードな 2 週間になりそうである。

～本当に ELA を止めると思うか？～

「最後の貸し手」機能を中央銀行自らが断絶することは普通に考えれば有り得ない。しかし、7 月 20 日の償還に失敗するのであれば、止めざるを得ないと考える。これまで様々な理由を付けて ECB は ELA を継続してきたが、幾らなんでも自身が保有する国債がデフォルトしているにも拘わらず、その国債を担保に資金供給を行うのは無理筋に過ぎる。元より「最後の貸し手」機能に対する意識が日米中銀よりも低いブンデスバンクの DNA を引き継ぐ ECB である。ここに至るまでのギリシャの不遜な対応を踏まえれば、ELA 停止は十分考えられる。

なお、ECB は「支援交渉が継続する限りギリシャ国内銀行は solvent と判断されるため、ELA も継続」というロジックで資金供給を続けている。そのため国民投票の結果が賛成多数であろうと反対多数であろうと、ユーロ圏とギリシャが交渉のテーブルに座っている限り、ELA は実施される。よって停止までに残された時間は 2 週間しかないが、裏を返せば 2 週間は安泰とも言える。

～7 月 20 日に間に合うと思うか？～

皮肉なことではあるが、賛成多数の時よりも間に合う可能性は高くなったのかもしれない。というのも、賛成多数となった場合、チプラス政権が瓦解し、解散・総選挙となる可能性が高かった。そうなった場合、上述の行程を 2 週間で全てこなすのは難しかったと考えられる。だが、冒頭述べたように、反対多数という結果に関しユーログループは大きく失望している。チプラス首相は投票結果を受けた TV 演説で「ギリシャは明日 (6 日) から交渉のテーブルに戻る」と述べているが、テーブルに相手 (ユーログループ) が座ってくれるのかどうかはまだ定かではない。可能性は低いが、緊急 EU 首脳会議で議論されるテーマは第三次金融支援ではなく、ギリシャ離脱かもしれない。その意味で、7 月 20 日以前にこの問題の最終決着が図られる可能性もある。

～どうするのがギリシャにとって一番良いと思うか？～

筆者は離脱が最善と考えている。もちろん、この問いに正答はない。ただ、結局、「離脱」と「残留」の違いは「誰に痛みつけられるか」の差である。離脱を選び、ドラクマに回帰しても、そのユーロに対する減価率は半端なものでは済まないはずであり、劇的な輸入インフレと共に国民経済は強い痛みを被るだろう。対外債務の殆ども返済不能になる。国際金融市場からも当分締め出される。しかし、その一時的な激痛と引き換えに自分の中央銀行と通貨を獲得できる。いずれは財政拡大と通貨安をもって国内経済の立て直しが図れる芽が出てくるだろう。自分の通貨と金融政策と引き換えに痛みを受け入れる道である。

片や、残留した場合、引き続き債権団から箸の上げ下ろしまで指示され、痛みを背負わされることになる。EU や IMF から資金供与を受ける限り、宿題は必ず付いて回る。また、通貨ユーロがギリシャのファンダメンタルズに則した水準まで下がることは今後も 100%ない。要するに、残留への固執は財政緊縮と通貨高の強要に繋がる。これは弱っているギリシャ経済にとって拷問に近い。

もちろん、離脱直後に何が起きるかは予想が難しく、非常に大きな混乱も避けられないかもしれ

ない。それを慮って残留を支持するのは一理ある。リーマンショックが起こると分かっていたら誰もリーマンブラザーズを破綻させようという判断にはならない。数字上、contagion リスクは極めて低そうだが、「やってみなければ分からない」側面があることは否めない。だが、今後ユーロ圏とギリシャが新たな金融支援枠組みで合意したとしても、ギリシャが悔い改め、首尾よく支援プログラムをクリアするだろうか。筆者を含め世界中の多くの人々からすれば、今回の国民投票に関し、これほどまで反対派が圧勝するという事実が俄かには信じられないはずである。結局、「もう緊縮は限界」なのだろう。ここから先、新しいプログラムを組んでもその実現可能性にはどうしても疑義が残る。

なお、ユーロ圏に残ることで為替リスクプレミアムの分は国債利回りが抑えられるし、EU にいるからこそ得られる助成金もある。EU の一員だからこそパスポートコントロール抜きで域内から観光客をひきつけることもできる。しかし、そういった恩恵を活かして潜在成長率を高めるのではなく、より野放図な国家運営に勤しんだ結果が今の惨状なのであり、結局「ユーロ圏に残留する」というボーナスを与えてもギリシャがそれを活かすとは限らない。

～最も軟着陸のシナリオは何か？～

八方塞りの状況に見えるが、唯一、市場へのショックを限定した上で事態を丸く収める道がある。それは債権団による債権の全部ないし一部放棄である。先週 2 日、IMF は「債務軽減策が実施されない限り、ギリシャの政府債務は持続可能な状態にはならない。軽減策が打たれた上で、今後 3 年で少なくとも 500 億ユーロの追加支援が必要」という報告書を公表している。債権放棄を促すような同報告書に関し、当然、欧州委員会は公表の差し止めを主張した模様だが、国民投票前の情報公開がフェアであるとの判断に至ったと報道されている。

現状、欧州金融安定ファシリティ(EFSF)のレグリング最高経営責任者(CEO)はそのような考えは無いと述べているが(3 日、ロイター)、IMF は欧州が債務減免に踏み込まない限り、自身に関与することはないとの立場を明らかにしている。裏を返せば、欧州が債務減免を決断すれば、「債権放棄+新たな支援枠組み」という展開が動き出し、市場心理は大幅に改善する見込みはある。但し、これは「ギリシャのゴネ得」以外何物でもなく、そのようなウルトラCをあと 2 週間でまとめることができるのかという難しさもある。このシナリオは倫理的にも、物理的にも非常にハードルが高いが、混乱なく事態を収めるならば、もうこの道しかないのも事実ではある。

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。

¹ なお、より正確には「2015 年 10 月～2018 年 12 月」までに約 520 億ユーロが必要とされ、その 3 分の 2 を欧州側が持つことが必要と書かれている。残り 3 分の 1 は IMF 理事会の決定に諮られるとある。

² **Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis, IMF.** 要約には「高い可能性で債務を持続可能にしたいのであれば、欧州からの既存融資が大幅に延長された上で、その延長された期間相当の資金需要を満たす欧州からの新たな融資が必要」、「現在考慮されている改革パッケージが弱まった場合（特にプライマリーバランスの黒字化目標の引き下げなど）、債務のヘアカットが必要になる」と述べられている。明らかに債権者側の譲歩を提案するような分析結果である。

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7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
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
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～「社大な投機」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、交差する三種の思惑～
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～「社大な投機」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(QE)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～輸出増に通信は禁物～
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～デュアルマンドートの狭間で～)
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