

みずほマーケット・トピック(2015 年 7 月 14 日)

ギリシャ第三次金融支援合意について

ユーロ圏首脳会議はギリシャ支援に関する合意を発表した。財政改革案の一部を法制化することを条件にした全会一致であり、週末のユーロ圏財務相会合並びにユーロ圏首脳会議を経て打ち出された「72 時間以内に財政改革案を法制化せよ」という最後通牒に対し、チプラス・ギリシャ首相が折れた格好。支援主体は ESM(及び IMF)、期間は 3 年間(但し、成長・雇用創造のための欧州委員会との協業は 3~5 年とある)、金額は 820~860 億ユーロであり、この額は債務返済や銀行増資、成長支援プログラムに係る投資費用なども含まれている模様。今回の第三次金融支援は債務返済の大きな部分を新設される民営化基金の収益能力に依存することになりそうだが、第二次金融支援における民営化プログラムが殆ど機能しなかった以上、不安は禁じ得ない。3 年後、「自分の中央銀行と通貨を持った方が良かった」などという結末にならないよう、ギリシャ政府には文字通り「3 度目の正直」を期待せざるを得ない。

～得たものは少なく、失ったものは多い～

11 日に行われた 14 時間のユーロ圏財務相会合(ユーログループ)に続き、12 日にはユーロ圏首脳会議に 17 時間が費やされ、遂に昨日、ギリシャ支援に関する合意が発表された。トウスク EU 大統領は記者会見の席で「遂に合意に達した。“agreement”に達したとも言える」と冗談を挟みつつ、ユーロ圏首脳会議がギリシャに対し、期間 3 年の ESM(欧州安定メカニズム)による支援を検討することについて合意に達したと述べている。

財政改革案の一部を法制化することを条件にした全会一致であり、週末のユーロ圏財務相会合並びにユーロ圏首脳会議を経て打ち出された「72 時間以内に財政改革案を法制化せよ」という最後通牒に対し、チプラス・ギリシャ首相が折れた格好である。2 月のつなぎ融資合意以降、国民投票まで行使した乱暴な立ち回りは、結局、ギリシャの経済・金融情勢を痛めつけ、ギリシャとユーロ圏の溝を深くしただけに終わった。ギリシャ国内銀行の営業は依然閉鎖したままであり、資本規制もいつ解除出来るか分からない。引き続き分不相応な強い通貨の使用を強いられることになる。率直に言って、ギリシャにとって得たものは少なく、失ったものは多いように思われる。いずれにせよ、昨日の本欄でも述べたように、ギリシャが改心し、緊縮に勤しまなければ 3 年後に同じことが起きる。長い目で見れば、「自分の中央銀行と通貨を持った方が良かった」などという結末にならないよう、ギリシャ政府には文字通り「3 度目の正直」を期待せざるを得ない。

～支援の概要～

ESM の稼働に際して一部加盟国¹で議会承認が必要な上、ESM 理事会における全会一致も求めら

¹ ドイツ、オランダ、フィンランド、オーストリア、スロバキア、エストニアの 6 か国。

れることもあって、第三次金融支援の協議完了までには最低 4 週間を要すると報じられている (ESM 稼働にはユーロ圏財務相の全会一致、緊急の場合でも出資金比率にして 85% 以上の賛同が必要)。ゆえに、最終的な支援パッケージの内容が固まるにはまだ時間がかかる。だが、昨日公表された声明文の中には「7 月 20 日までに 70 億ユーロ、8 月中旬までにさらに 50 億ユーロが必要」とあり、目先の資金繰りが逼迫していることも示されている。こうした状況下、昨晚、ダイセルブルーム・ユーログループ議長はつなぎ融資に関し、暫定的な作業部会を立ち上げ、専門家に作業を依頼した旨を述べている。昨日時点でダイセルブルーム議長は「まだ、黄金の鍵 (the golden key) は見つかっていない」と述べ、不透明な見通しを示しているが、順当に行けば一両日中につなぎ融資合意が公表される見通しである。

声明文から明らかになっている第三次金融支援の詳細は下表の通りである。支援主体は ESM (及び IMF)、期間は 3 年間 (但し、成長・雇用創造のための欧州委員会との協業は 3~5 年とある)、金額は 820~860 億ユーロであり、この額は債務返済や銀行増資、成長支援プログラムに係る投資費用なども含まれている模様である。また、今回は独立基金を設立し、そこへ「valuable Greek assets」を移管、基金が稼ぐ売却益等から債務返済を行っていくという青写真が描かれている。この案を目にした時、筆者は「また基金か・・・」と感じた。とりあえず基金という別エンティティを作り、そこへ問題の所在を押し込むという手法は欧州債務危機において何度も見られてきた²。また、ギリシャにおける国有資産売却は常にいわくつきだったことも記憶に新しい。そもそも 2011 年に合意した第二次金融支援が企図した通りに進まなかった背景としては、「2012~2015 年の間に 500 億ユーロ」と目されていた民営化による収入が 190 億ユーロへ大幅下方修正され、その後も 2016 年末までに 110 億ユーロと逐次下方修正を迫られてきた経緯もある (そしてその目標も実現できていない)。売却の過程で民営化庁の責任者が辞任するという報道もあった。これほど難儀してきた民営化の作業を基金にして分離するとはいえ、ギリシャ国内に基金を設置し、ギリシャの当局が管理する手法で果たして上手く回るのかは不安を覚えざるを得ない。今回の第三次金融支援は債務返済の大きな部分を基金の収益能力に依存しそうであることから、EU による supervision (監視) がどれほど機能するかが極めて重要になってくるだろう。

ギリシャ第三次金融支援の概要 (15年7月14日時点)

	概要	備考
支援主体	ESM及びIMF	・IMF融資は2016年3月以降も継続する見通し
期間	3年間	・成長と雇用の創造に向け「欧州委員会はギリシャ当局と協力して、今後3~5年間、350億ユーロを動員する」とある。
金額	820~860億ユーロ	・100~250億は銀行増資及び破綻処理用の資金。なお、このうち100億は早急に分離口座へ。 ・但し、ESM稼働までのラグを踏まえ、つなぎ融資検討。
民営化基金	「valuable Greek assets」はEUの管理する独立基金に移管される。目標金額は500億ユーロ。ここからの収入を使って債務返済や銀行の増資を行う予定。	・250億が銀行増資、125億ユーロが債務安定化、125億が(基金による)投資に使われる見込み。 ・基金はギリシャに設立され、ギリシャ当局が管理するがEU機関の監視下に置かれる。
その他	必要ならば追加措置(返済期限延長等)は可能。	・しかし、「債務に対する名目的なヘアカットは不可能と強調」と記載。

(資料) Eurogroup

² ESM やその前身の EFSF もその 1 つである。本来は欧州単一の財務省やそれが発行する共同債によって解決し得る問題のはずであるが、政治的難しさから漸進主義的に基金という形が取られているのが実態である。

～今後の焦点～

なお、リスクが完全に払拭されたわけではない。合意はあくまでユーログループを交渉の席に引き戻し、支援を「検討して貰う状況」になっただけである。第一に、政権分裂のリスクはある。「72 時間以内に法制化せよ」という最後通牒はまだ活きている。しかし、昨日の本欄でも述べたように、急進左派連合内部から造反者を出したとしても、ユーロ残留を願う野党内からの協力を得るものと想定している。また、国内世論にも不安は残る。あれほど反緊縮を煽り、苦しい国庫から多額のコストをかけてまで国民投票を行い、反緊縮派が大差で勝利したにも拘わらず、結局は投票にかけられた案よりもさらに厳しい案を飲んでしまった。世論はこれで良かったと素直に受け入れるのだろうか。今後 3 年間をかけて再び、EU とギリシャは「監視する側」と「監視される側」の関係が続き、ギリシャ国民からすればそれは「締め付ける側」と「締め付けられる側」の関係が続くことに等しい（しかも、締め付け度合いは従前よりも厳しくなる）。銀行預金の出し入れまで制限される事態に至り、「国民も事の重大さを認識したのでこれまでよりも真摯に改革へ勤しむはず」という性善説に立てば、今回の支援決定は合理的だが、真っ当に考えると同じことが繰り返される恐れが強い。

～「最後の貸し手機能」を見つめ直す契機に～

なお、今年 2 月以降のギリシャ騒動を振り返ってみれば、生殺与奪はやはり ECB の最後の貸し手 (LLR) 機能に帰着することになった。率直に言って過去半年間の ECB の ELA を巡る対応は「solvent financial institutions に対して一時的に実施される」という事前ルールに則していたとは言いがたい。国際金融支援の一部を踏み倒してもなお、当該国の国債が担保として有効であり、それを差し出す国内金融機関が solvent であると主張した点に無理があったことは否めない。とはいえ、加盟国の残留・離脱という極めて重要な判断を ECB が下す権利がないことも事実であり、現実的な対応を行ったと評価されるべきだろう。将来同様の危機が発生した場合に無為な混乱を招かぬよう、今回の騒動を機に「ブンデスバンクの系譜を引き継ぐがゆえに LLR 機能に前向きではない」との指摘が返上されることを期待したい。ユーロ圏の経済・金融情勢はドイツほど強くないのだから。

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7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
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～「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～J)
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