

みずほマーケット・トピック(2015 年 7 月 27 日)

第三次金融支援でギリシヤは幸せになれるのか

第三次金融支援やつなぎ融資合意を経て、ギリシヤ情勢は漸く小康を得ているが、これで万事解決ではない。最低でも第三次金融支援の想定する今後 3 年間に關しては再び、EU とギリシヤは「監視する側」と「監視される側」の關係を続けることになる。第三次金融支援に組み込まれた以上、「宿題」がこなせなかった時に訪れる結末は、今度こそ、かなり悲惨なものになる可能性が高い。支援で幸せになれるかどうかはギリシヤの忍耐次第なのである。その意味で第三次金融支援のスタートと共に、EU とギリシヤの將來を賭けた 3 年間は始まったとも考えられ、現状が万事解決などとはとても言えず、むしろ、今が始まりなのだと言える。また、ドイツにおいても、同国の IS バランスの状況などを踏まえ、「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」という実態を真摯に認識すべき。いよいよ財政同盟の議論を本格化させる時期ではないか。

～良い予感はない 3 年後～

7 月 13 日の首脳合意を経て第三次金融支援 820～860 億ユーロの目途が立ち、16 日には欧州金融安定メカニズム(EFSM)を使用したつなぎ融資 70 億ユーロの合意も得られた。これにより、懸案だった 7 月 20 日の国債償還(35 億ユーロ)は難なく通過し、これで目先の混乱は収束、市場は心置きなく FRB の利上げ開始時期に神経を集中することが出来るようになっている。第三次金融支援やつなぎ融資合意を境としてユーロ相場が軟化したのは、安心して投機的なユーロ売りを仕掛けやすくなったことに起因するものだろう(逆に、ギリシヤ情勢が混沌としている中でユーロ相場が底堅かったのはそのような投機的な売り持ちが解消されたことに起因している)。

とはいえ、これで万事解決ではない。もちろん、国民投票に諮った緊縮案よりも厳格な案を飲んだことにより当面のギリシヤ政局が流動化しかねないという目先の不安はある。しかし、問題はもっと大局的な話である。最低でも第三次金融支援の想定する今後 3 年間に關しては再び、EU とギリシヤは「監視する側」と「監視される側」の關係を続けることになる。それはギリシヤ国民からすれば「締め付ける側」と「締め付けられる側」の關係を続けることでもある(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、今度は真摯に改革へ勤しむはず」という性善説に立つこともできるが、合意後、チプラス政権の変節に怒りを覚えた一部市民が暴徒化し、それを鎮圧するために機動隊が催涙弾を発射する光景などが報じられているのを見るにつけ、あまり良い予感はない。

～次のチャンスはない～

恐らく、次に同様の騒動が起きた場合、今度こそドイツが言うような「5 年間のユーロ一時離脱」やそれに類似した案が幅を利かせる可能性が高い。第三次金融支援では総額 550 億ユーロの valuable

assets(価値ある資産)が民営化基金に移管され、その基金が EU の監視下に置かれるため、債権者(特にドイツ)側からすれば「取りっぱぐれることはない」という思いがありそうである。しかし、本当に valuable assets を根こそぎ持っていかれ、通貨ユーロも奪われた場合、ギリシャには何も残らない。それほど一方的な蹂躪が EU 域内で起こる可能性は高くないが、少なくとも第三次金融支援に組み込まれた以上、「宿題」がこなせなかった時に訪れる結末はそれに近い、かなり悲惨なものになるだろう。今回の揉め方を見る限り、「次のチャンスはない」という印象は受ける。この点、第三次金融支援合意は直感的にはポジティブな材料に聞こえるが、長い目で見れば本当にポジティブな材料と言えるのか疑わしい。支援で幸せになれるかどうかはギリシャの忍耐次第である。

もっとも、EU 監視下とはいえ基金の運営はギリシャ当局に任され、設置場所はギリシャ国内であるということを踏まえると、valuable assets の現金化が想定通り進むか定かではないという別の問題は残る。第二次金融支援が合意された時にも「トロイカが監視のためアテネに常駐し、融資は別勘定に入れて確実に返済管理するので問題ない」と言われていたが、結果は周知の通りになった。

～「残留」と「離脱」の違い～

それほどリスクを背負ってまでギリシャがユーロ圏に残る意味はあるのだろうか。もちろん、ユーロ圏の円滑運営を志向する加盟国及び EU 当局(主に欧州委員会や ECB)にとってみればギリシャのユーロ圏離脱という前例が「蟻の一穴」となり、今後の求心力に支障を来すという懸念があるため、離脱を防ぎたいという動機はあろう。平たく言えば「我々の理想のためにここに残れ」という思いである。また、これまでユーロシステムとしてギリシャに供与した支援額は第一次・第二次金融支援や TARGET 債務、証券市場プログラム(SMP)等の金額を総計するだけでも 3000 億ユーロ程度、ユーロ圏 GDP の 3%強に達する。これらがユーロ離脱によってドラクマ建てに換算された場合、その殆どについて返済される目途は立たないだろう。「何年掛かっても回収したい」との思いが離脱を防ぎたいという動機に繋がっても不思議ではない。また、そうした経済的理由は脇に置いても、欧州南東部がユーロ圏を含む西側陣営にとって地政学的要衝であるという政治的理由が、ギリシャをキックアウトしたくない最大の動機であることは周知の通りである。筆者は経済的理由に照らせばギリシャは離脱した方が良く考えるものの、そのような政治的理由が優先されるならば残留も致し方ない選択肢とは考えている。

とはいえ、ギリシャがそうした債権者側の事情に付き合うためには「永遠の割高通貨」であるユーロと半永久的な緊縮政策を背負わなければならない。「離脱した方がギリシャのため」という主張を述べた際、「それはギリシャ国民の気持ちを考えていない」という反論を頂戴したことがある。しかし、それは真逆ではないか。確かに、ユーロを離脱したその瞬間は新通貨(ドラクマ)急落に伴う超インフレ、国際金融市場からの締め出し、消費・投資マインドの冷え込み等からギリシャ経済は深刻な景気後退を余儀なくされる。政局も流動化する可能性が高い。しかし、その代償として獲得する自身の中央銀行と通貨は将来的な景気回復の切り札になり得る。過去、成功したと言われる緊縮プログラムの多くが通貨安を伴っていたことを踏まえると、財政緊縮と通貨高の重石を背負いつつ状況打開を強いられるギリシャの現状の方が無理筋に思える。結局、「残留」と「離脱」の違いは「他人に苦しめられるか」、「自分で苦しむか」の違いでしかない。後者の方がギリシャ国民のプライドが幾分か守られた上で、将来的な復活の芽が大きいように感じられる。

～ユーロは「a Roach Motel」か「監獄」か～

クルーグマン・プリンストン大学教授は NY タイムズにおける自身のブログにおいて通貨ユーロを「a Roach Motel (ゴキブリホイホイ)」と例えている。重債務国をゴキブリと例えることが適切かどうかはさておき、一度加盟したら抜けられず、通貨安という手段も封じられた状態で金科玉条の如く緊縮路線を強いられる現状を巧く表している。このほか「監獄」や「更生施設」といったような例えも耳にする。いずれの表現にしてもユーロ圏に残留する限り、少なからずドイツ色に染まらなければ延々と「宿題」が課されるという構造的な問題を捉えている。

なお、離脱した場合、「政情が不安定で慢性的な貧困にあえぐコソボのようになる」という指摘も目にしたが、それでは過去 5 年のギリシャは政情が不安定ではなく、慢性的な貧困にあえいでこなかった、とでも言うのだろうか。無理やりドイツ色に染めようとした結果がチプラス政権という扱い難い政権の誕生なのであり、ドイツの好む教条主義的な「宿題」を課す限り、今後、第二、第三のチプラス政権が出てくる可能性はある。それが離脱であるかどうかは脇に置いたとしても、これまでは違った処方箋が検討されて然るべきだろう。この点、輸入関税と輸出補助金を組み合わせれば離脱させずに通貨下落と同様の経済効果が得られるという声もあるが、そのような離脱よりハードルが低く手を付けやすい弥縫策こそユーロ圏崩壊の「蟻の一穴」になる恐れがある。共通通貨圏に残留させるために関税・非関税障壁を容認するというのは本末転倒の極みだろう。

～「解決」ではなく今が「始まり」である～

もちろん、EU ないしユーロに加盟することで巨大な経済圏において為替リスクゼロの商取引が可能となるし、国債金利も為替リスクプレミアムを除いた水準に抑制できる。結果、これが節度を欠いた借金をギリシャに許したため、「諸悪の根源」のように指差されることが多いが、調達した資金が生産性の高い投資に向けられていればユーロ導入による「最大の果実」として持て囃される筋合いにあったはずだ。また、ギリシャのように経済がキャッチアップ過程にあり、慢性的に物価が上振れしやすい国にとって見れば、共通通貨圏に属し、同一基準で認証された財が流通することになれば、より一物一価が徹底されやすくなり、物価が安定しやすいというメリットもある。また、少額だが、EU に加盟していることで EU 基金（正確には構造基金や結束基金）から域内格差是正のための補助金も受けられるし、シェンゲン協定域内ならばパスポートコントロールが不要となり、人の往来が円滑になる（ギリシャのように観光産業が無視できない経済にとってこれは重要である）。なお、実際に離脱となった場合、どのような公式手続きが踏まれるのかは定かではないが、EU 機能条約に従えば、英国・スウェーデンを除く EU 加盟国は基本的に EMU（経済通貨同盟）に参加し、単一通貨ユーロを導入することが前提となっている。それゆえ、「ユーロは使わないが EU には残る」という姿勢は基本的に認められていないため、ユーロ離脱時に EU から離脱となり、上述した全てのメリットを失う展開も有り得る（もちろん、政治的判断で EU へ残留させ、再びユーロに加盟するチャンスを与える可能性の方が高そうだが）。

だが、もはや市場からの資金調達が完全閉ざされたギリシャにとって為替リスクゼロは現在進行形で享受しているメリットではない。また、EU 基金からの財政移転にしても、それが十分に大きければそもそも今回の危機は起きていないわけで、さしたるメリットとは言えない。無理筋なポリシーミックスを受け入れ政情混乱に至った結果、市街地の不穏な様子が大々的に報じられ同国への観光

客の足も遠ざかっており、シェンゲン協定の恩恵を活かせるような状況にもない。

もちろん、無事に「宿題」をクリアし、真つ当なユーロ加盟国として更生するならばそれが一番である。これほど不遜な態度をとったギリシャを難なく同一通貨圏に留め、事態を軟着陸させることが出来れば、「多様性の中の統一 (Unity in diversity)」を標榜する EU の面目躍如となることは間違いない。その意味で第三次金融支援のスタートと共に、EU とギリシャの将来を賭けた 3 年間が始まったとも考えられ、現状が万事解決などとはとても言えない。むしろ、今が始まりなのである。

～いよいよ財政統合を考える時期～

今回の騒動に関しては、2 度の金融支援と民間債権者負担 (PSI) まで挟んでおきながら結局、債務返済に至らなかったギリシャが責められるべき立場にあることは間違いない。ギリシャは 2012 年 3 月の PSI で発行済み国債を額面の 3 割程度で新国債に交換し、同年 12 月にはその新国債を額面以下の時価で買い戻すという債務調整を行っている。その上で、記憶に新しい 2015 年 6 月 30 日には IMF 融資 15 億ユーロの返済期限を反故にした。格付け会社がどう判断したかどうかは脇に置いたとしても、実態としては 3 年で 3 回デフォルトしている。債権国の処方箋も万能ではなかっただろうが、ギリシャが最善の努力を果たしたかどうかはやはり疑義がある。

しかしながら、ドイツの振る舞いが EMU (経済通貨同盟) の盟主として相応しいものだったのかという点についても議論はあろう。その偏執的な緊縮主義は最終的に債権者側における内輪揉めにまで繋がっており、特に第三次金融支援合意直前に報じられたレンツィ伊首相の「ドイツにはこう言いたい。もうたくさんだ」といったコメントは印象に残った。ドイツとギリシャの間を取り持ったとされるフランスにしても、中立的な立場にあらず、あくまでドイツの譲歩を引き出すための媒介役として立ち回った印象が強い。ドイツがマルクを使用する単独国ならば話は別だが、ドイツが共通通貨圏に所属することで利得を得ている以上、相応の作法はやはり求められる。

現状、ドイツ経済とて健全な状態にあるとは言えない。同国の経済を貯蓄・投資 (IS) バランスから俯瞰すれば家計・企業・政府の国内部門全てが貯蓄過剰という異様な状況にあり、海外部門の需要を取り込むことでバランスが取れている。どう考えても内需刺激が求められる状況と言える。裏を返せば圧倒的な外需依存の構図が定着しているわけだが、これを可能にしているのは元より高いドイツの国際競争力は当然にしても、ユーロ圏の苦境を背景とするユーロ安が追い風となった面は否めない (ユーロ安で国際競争力が改善されたかどうかは議論の余地があるにしても、少なくともユーロ安によって海外収益が嵩上げされたのは事実である)。

なお、ドイツ輸出の 4 割弱はユーロ域内向けである。ということは、ドイツ以外の加盟国が皆、(ドイツがそう望むように) ドイツに近い IS バランスになってしまえば、ドイツは今ほど輸出で稼ぐことが出来なくなる。こうした「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」という実態をドイツは真摯に認識する必要があるだろう。その上で期待される政策としては、自国の内需拡大を狙った財政出動や域内需要の押し上げを狙ったユーロ圏共同債の導入推進などが考えられるが、今のところ、その気配は全く感じられない。こうした現状を踏まえ、「債務期限の延長くらい見逃してやれ」というムードが一部加盟国から出てきても不思議ではない。

少なくとも過去 5 年間のギリシャ騒動はユーロが誕生する以前から指摘されてきた「財政同盟のない通貨同盟など成功しない」という経済学者による根本的な懸念が正しかったことを証明した。問

題の所在が明らかになった今、ドイツを中心とするユーロ圏はいよいよ財政統合に係る作業に着手し始める時が本格的に到来したと自覚すべきであり、店晒しになっている共同債導入に向けての議論が進展することを大いに期待したい。

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24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPf運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
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～証券投資動向からうかがうユーロ相場～)
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	イェ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～