

速報・ギリシャ情勢**突如の混乱に陥ったギリシャ、資本規制、デフォルト、国民投票へ
今週の国際金融市場への悪影響は不可避**

ギリシャと EU など債権団との協議が決裂、EU や IMF の金融支援は 6 月 30 日で打ち切れ、ギリシャのデフォルトは不可避になった。ECB の緊急流動性支援も上限引き上げが見送られ、ギリシャは 29 日から国内銀行の休業など資本規制を導入を余儀なくされた。協議決裂の直接の原因は、ギリシャが債権団に受け入れを求められた財政改革策の賛否を問う国民投票の実施を突如決めたことである。今週はギリシャのデフォルトが現実になり、7 月 5 日の国民投票の結果次第ではギリシャと債権団の対立が深刻化して、ギリシャのユーロ圏離脱が現実味を帯びてくる恐れもある。国際金融市場も、29 日の東京市場で株安、円高ユーロ安が進むなど、早くもギリシャの混乱の影響が表れている。週末に突然発生して加速するギリシャの混乱がどうなるのか、当面の国際金融市場にどのような影響を与えるのか、以下、ここまで得られた情報を整理して、当面の展望と注意すべきポイントを考えてみたい。

1. 事実確認：ギリシャと EU など債権団の協議が予想外の決裂へ

最近まで、ギリシャと同国への財政支援を続けてきた EU など債権団は、支援期限の 6 月 30 日を前に債権団が求めた財政緊縮策をギリシャが受け入れることを条件に現行支援を延長することで双方が合意するとみられていた。しかしギリシャは 26 日に交渉を打ち切り、チプラス首相が翌 27 日に突如、求められた財政改革案の賛否を問う国民投票を 7 月 5 日に実施すると発表した。ギリシャの対応に同国以外のユーロ圏各国は強く反発し、同日中に初めてギリシャを除いた 18 カ国でユーロ圏財務相会合を開いてギリシャからの財政支援の期限を国民投票の後への延長要請を拒否、支援を 6 月 30 日に打ち切ることを全会一致で決定した。ギリシャへの支援は EU、IMF、ECB（欧州中央銀行）の「トロイカ体制」で行われているが、ギリシャと EU との協議が事実上決裂したことで、ギリシャは IMF と ECB との交渉も凍結を余儀なくされた。

翌 28 日には、ギリシャ国会が国民投票の実施計画を承認した。一方で ECB（欧州中央銀行）はギリシャ中銀を通じてギリシャの銀行への流動性支援を続けてきた ELA（緊急流動性支援）というプログラムを現状の上限 890 億ユーロを維持して継続する決定をした。ELA はギリシャの銀行の資金繰りを支え、ギリシャをユーロ圏にとどめる生命線である。先週末のギリシャは市民の預金引き出しが加速、銀行の現金が激減して ELA の上限引き上げが必要になっていたが、ECB は現状維持としたため銀行は現金の枯渇が迫った。やむなくギリシャ政府は同日中に、29 日からの国内銀行の休業と預金引き出しを制限する資本規制の導入を発表

した。同日はアテネ証券取引所も休場となる。報道によれば、資本規制は 6 営業日続き、銀行の営業再開は 7 月 7 日以降になるという。

2. 今週の展望：ギリシャのデフォルト、混乱のユーロ圏、世界への拡大は不可避

ギリシャが 7 月 5 日の国民投票に実施を決定した以上、今週は EU や IMF など債権団とギリシャ政府の金融支援協議に進展は期待しにくい、6 月 30 日には予定通りに EU の財政支援が打ち切れよう。同日はギリシャの IMF に対する 15.4 億ユーロの債務返済の期限でもある。IMF はギリシャに返済猶予期間を与えないとしているため、財政資金が底をつきかけているギリシャ政府は IMF に返済できず、ギリシャがデフォルト（債務不履行）に陥ることも不可避と思われる。ギリシャ政府がデフォルトに陥れば、ECB が資産保全のために ELA を打ち切らざるを得なくなるとの見方もあり、市場ではギリシャの国内銀行の支払い能力への懸念も強まってきている。

緊迫しつつあるギリシャ情勢を受けて、ラガルド IMF 専務理事は 28 日に IMF が EU などとともにギリシャ政府と交渉を続ける意向を示し、「今後数日間が極めて重要である」と述べて IMF に機動的な対応の用意があることも示唆した。ただラガルド専務理事は、ギリシャ経済の安定には金融支援とともにギリシャ自らの構造改革や財政改革が必要と強調して、ギリシャの財政改革受け入れが金融支援の継続の条件であるとの意向を変えていない。財政改革案の受け入れ判断を国民投票に委ねたギリシャ政府に対する他のユーロ圏各国の不信も強く、18 カ国財務相会合はギリシャのデフォルトとそれに伴う混乱も想定の上で支援期限の延長を拒否したとみられる。ギリシャ政府の期限延長の要請には国民投票対策という意図があり、それをギリシャの最大債権国ドイツのメルケル首相が拒否、18 カ国財務省会合ではドイツのショイブレ財務相が延長拒否へ議論を主導したとの報道もある。6 月 29 日と 30 日の 2 日間、ギリシャ政府は EU や IMF に瀬戸際交渉を求めるだろうが、国民投票前のギリシャ政府からの譲歩が難しい以上、何らかの合意がまとまる可能性は低いだろう。ギリシャの債務危機が発生してから約 6 年、同国のデフォルトは初めて不可避になりつつある。このタイミングでの予想外のギリシャのデフォルトは、ユーロ圏はもちろん世界の金融市場に衝撃を与える可能性が高い。

3. 政治的な現象であるゆえに、今後が読みにくいギリシャのデフォルト

今後の展開を考えるにあたり着目すべき点は、迫りつつあるギリシャのデフォルトが非常に政治的な現象になっていることである。ギリシャと EU などとの協議がまとまれば避けられたデフォルトであり、現に最近まで 6 月末までの IMF への債務返済を懸念する声はあまりなかった。2015 年のギリシャ政府の債務返済額は 250 億ユーロを超える規模であり、返済を着実に続けるには EU などの金融支援が欠かせないことは確かである。だが 16 年以降は大部分が年間 100 億ドルを下回る規模に縮小することもあり、今年さえ乗り切ればという見方が大勢だった。こうした点からも、ギリシャがユーロ圏からの離脱を迫られるという見方も最近は下火になっていた。

逆にいえば、デフォルトは EU などから求められた財政改革策の緩和を狙ったギリシャ政府の対応の失敗という面が強い。チプラス政権は債権団との協議では合意を目指して譲歩を示すと与党内部から不満が噴出、債権団には一層の譲歩を求められて板挟みになっていた。仮に EU との合意案をまとめても、ギリシャ議会は財政改革策への反対が多く、合意案が議会の承認を得られない恐れがあったという。この混沌とした情勢のなか、チプラス首相は債権団に国民投票の実施という瀬戸際交渉を仕掛け、実施を避けたい債権団から支援期限の延長という譲歩を引き出そうとしていたとの観測がある。しかし債権団にギリシャの「脅し」は効かず、債権団は支援期限の延長を拒み、ギリシャにデフォルトが迫っている。

実施の決まった国民投票もギリシャの先行きを非常に不透明にする要因になっている。28 日に報じられたギリシャの二つの世論調査では、どちらもユーロ圏離脱などの混乱を恐れてか、改革案受け入れに賛成が反対をかなり上回る結果が出ている。国民投票が賛成という結果になった場合、チプラス政権は交渉再開に動くだろうが、国内の受け入れ反対派が受け入れる保証はない。改革案に含まれた年金削減等への市民の反発の強さ、世論調査の後に実施が決まった資本規制が市民生活に打撃を与えて債権団への反発につながる可能性を考慮すると、国民投票が世論調査とは逆に反対という結果になる可能性もある。債権団には最悪であり交渉再開の展望は開けなくなるが、混乱が長引けば政権には打撃になる。このように先は読みにくく、今いえることは、これからの一週間にわたり、資本規制の市民生活への影響が明らかになり、国民投票の見通しが揺れ動き、チプラス政権も債権団も国際金融市場も振り回される可能性が高いということぐらいなのである。チプラス首相が唐突に実施を決めた国民投票が、あらゆる関係者を混乱に巻き込んでいともいえる。

4. ギリシャも債権団もユーロ離脱は予想していないが、懸念はこれまでより拡大

ユーロ圏 18 カ国は国民投票の実施を決めたギリシャに反発し、デフォルトやむなしとの判断にはなったが、ギリシャのユーロ圏離脱までは考えていない。前述のギリシャ政府の 16 年以降の資金繰りの改善からみても、ユーロ離脱の必要はないとの認識であろう。ギリシャ側も、財政改革策を求める債権団への反発はあるが、自らユーロ圏離脱を求めているわけではない。国民投票もユーロ離脱の是非を決めるものではないと強調している。ギリシャも債権団もギリシャのユーロ離脱によって生じる混乱の方がメリットをはるかに上回るし、離脱するしかないという苦境には追い込まれていないとの「共通認識」があるとみてよいだろう。ギリシャと債権団の対立も、財政改革策をどこまで進めるかの程度を巡ってであった。それゆえに、ギリシャ国内からはユーロ圏離脱を避けるために厳しい緊縮策はやむなしとの認識が薄れてきて、それでも厳しい緊縮策を求める債権団への反発が強まった面があり、この予想外の交渉決裂とギリシャのデフォルトという結果になりつつある。

問題は、ユーロ圏 18 カ国がギリシャのデフォルトから生じる混乱を過小評価している恐れであろう。少なくとも債権団はデフォルトがギリシャのユーロ離脱を招くとは予想していない。だが、デフォルトにより ECB の ELA も打ち切られ、ギリシャの国内銀行が破たんするリスクは高まっている。29 日からの資本規制により、国内銀行の取り付け騒ぎなどパニック

が生じる恐れは先送りされたが、あくまで時間稼ぎ。ECB の国内銀行に対する支援が止まれば、いよいよ銀行は支払い能力で信認を失い、危機が顕在化に近づく。ECB はこれまで、政治的判断は選挙で選ばれた政治家が下すべきとの認識から受動的な対応にとどめているだけに、ELA 打ち切りといった事態の回避には EU、特にドイツの混乱回避への機動的な対応が必要になる。この点では、デフォルトが事実上 30 日に迫っている以上、よくも悪くも EU、ドイツの対応の成否はすぐに判明する。仮に ECB がすぐに ELA を打ち切るという事態になれば、国内銀行は危機に追い込まれ、ギリシャのユーロ圏離脱が現実味を帯び始めて、ユーロ圏以外の世界の金融市場に混乱が広がることになる。

5. 国際金融市場は予想外のギリシャ・デフォルトに困惑、今週はリスク回避の加速に要注意

今週のギリシャのデフォルトやその影響を受けた現象などの行方が判明した後は、ギリシャの国民投票の結果次第となる。今週は、その観測が金融市場に影響を与え続けるだろう。財政改革策の受け入れ反対が多数という結果になれば、EU など債権団とギリシャ政府の対立は決定的になり、協議再開は当面不可能になる。金融支援は打ち切られた状態が続くから、今年のギリシャ政府の多額の債務返済は支払いが困難になり、ギリシャ経済の混乱、ユーロ圏への伝播、世界の金融市場への悪影響となっていく。逆に受け入れ賛成が多数なら債権団とギリシャの対話は可能になるが、いったん 6 月末で支援が打ち切られているため、現在の交渉再開というわけにはいかないだろう。こうした対極にある二つの展望の中で、今週の金融市場は国民投票の見通しの変化に応じて大きく変化することになるだろう。

週明けの東京市場では株安、ユーロ安・円高などが進み、ギリシャのデフォルト懸念が表れている。ただ、日経平均で下げ幅 500 円前後、3 円近い円高で 135 円台のユーロ円相場の水準は、ギリシャのデフォルトとその後続く恐れのある混乱をそれほど深刻には織り込んでいないように見受けられる。その意味では、今後 6 月 30 日にデフォルトが現実になる、ECB が ELA を打ち切るといった展開があれば、一層の株安と円高が進む可能性があると考えべきだろう。

ギリシャが追い込まれつつあるデフォルトは、EU などの金融支援を尽くしても回避できないものではなく、ギリシャ国内の緊縮疲れが募った政治的な現象であり、東京市場を含めて国際金融市場はそれを十分に織り込んでいない。しかもデフォルトが政治的現象であっても、今年のギリシャの債務返済額が多い以上、EU などからギリシャが金融支援を受けられない状態が長引けば、デフォルトの後に続くギリシャ経済の混乱、ユーロ圏、そして世界の金融市場への悪影響は大きくなる。その後には、ギリシャも他のユーロ圏も市場も回避できると思い込んでいたギリシャのユーロ離脱も現実味を帯び始める。

もちろん、これまでは EU など債権団の金融支援とギリシャの緊縮策が続いてきたのだから、そのような最悪の事態に陥る前に、EU もギリシャ政府も譲歩して混乱を抑える可能性の方が高い。最悪の事態で生じるダメージを双方が理解すれば、再び譲歩はできるだろう。しかし、間近に迫ったギリシャのデフォルトは、EU など債権団とギリシャの

協議に潜んでいた財政緊縮策の要求と受け入れの歩調を合わせる難しさを露呈させた。今週は、協議不調の結果としてのデフォルトが現実になり、EU とギリシャはそこから生じる混乱の收拾を優先するしかない。その途中で 7 月 5 日にギリシャの国民投票が実施され、その結果をみてようやく EU など債権団とギリシャの財政緊縮策の要求と受け入れ可能の水準の差が分かる。今週は、その国民投票を控えて、デフォルトが現実になっても EU など債権団とギリシャの協議は限定的にとどまらざるを得ない。

国際金融市場にとっては先行きの不透明感が非常に強い状態となり、リスク回避を優先する動きが強まる展開になると考えられる。問題は米国への影響である。堅調な米国経済へのギリシャとユーロ圏の混乱が及ぼす影響は限定される可能性が高い。オバマ大統領はドイツのメルケル首相と 28 日に緊迫するギリシャ情勢を巡り電話会談をしたというが、ギリシャがユーロ圏にとどまって財政緊縮策を受け入れるべきという基本認識を確認、今後の緊密な連携を申し合わせたぐらいである。世界的な金融市場の動揺を警戒するなどの危機感には達しなかった模様である。

ただ米国の金融市場は、先週もギリシャの動向にやや神経質にもみえる反応をしていた。当面は、米国市場でも株安などリスク回避の動きが生じる可能性が高い。米国市場の変化が大きければ、その後に世界の金融市場に波及があるだけに、当面は要注意である。ギリシャの混乱が米国の利上げの時期を先送りさせる可能性は小さいが、利上げ時期に敏感になっている市場参加者は神経質になることも考えられる。米国市場が動揺して、そこから世界市場に次の悪影響が及ぶという展開は考えにくい、ギリシャがデフォルトになり、その後の混乱を含めてユーロ圏当局がうまく対応できないようなら、米国市場への影響も大きくなり、リスク回避の動きが強まる可能性はある。とにかく、この 2 日間のギリシャとユーロ圏の動きを非常に注意深く見守る必要がある。

以上／今村

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。