

Pictet Market Flash

正念場を迎えるギリシャ

ギリシャと欧州連合 (EU) 等との交渉はチキンレースの様相を呈しています。ギリシャは資金繰りに瀕しており、デフォルトの可能性も浮上してきました。民間銀行からの資金流出が加速していることも懸念されます。交渉の再開はイースター休暇明けとみられ、4月9日に予定されているIMFへの資金返済が行われるかどうか注視されます。

2月の暫定合意以降の経緯

2015年2月20日にギリシャとユーロ圏財務相会合 (ユーログループ) が暫定合意に至ってから、既に5週間以上が経過しています。この暫定合意は、ギリシャ総選挙後の両者間の交渉の行き詰まりを打破するものになるはずでした。また、ギリシャ政府が4月末までに改革案の詳細を提出し、これが承認されれば、トロイカ (ギリシャの財政再建を支援・監視する、欧州連合 (EU)、欧州中央銀行 (ECB)、国際通貨基金 (IMF) 3組織の通称) は金融支援の延長見直し手続きを終了することが出来るはずでした。トロイカによる見直しの終了は、現行の欧州金融安定基金 (EFSF) 支援プログラムの未融資分 (72億ユーロ) がギリシャに支払われる前提条件だったのです。

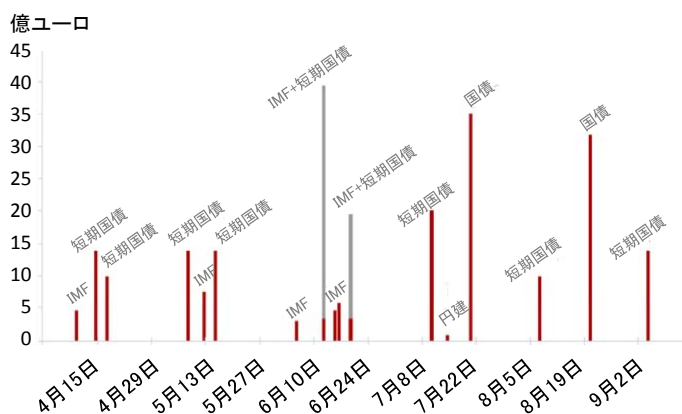
ギリシャ政府とユーログループのチキンレース

暫定合意以降の交渉の進展は極めて緩慢です。両者は歩み寄りの姿勢を見せたものの、ユーログループ側がギリシャ前政権との間で合意済の改革の継続を主張する一方、選挙戦で財政緊縮策の破棄を公約したギリシャ側はこれを拒否する構えです。

この間、ギリシャの資金繰りは悪化の一途を辿っており、サマラス前首相退陣以降の混乱が、税収の減少をもたらす結果となっています。国庫の正確な状況は定かではありませんが、償還期限が迫った債務返済の手当てのため、政府機関が、保有する銀行口座から資金をかき集める決断をしたような兆候が散見されます。

今後数週間に予定されている債務返済期限のみならず、公務員賃金や年金の支払いが履行されるかどうかについても予断を許さない状況です。来る4月9日にはIMFへの融資返済 (4億5,800万ユーロ) が、また、14日には14億ユーロ、17日には10億ユーロの短期国債借換が迫っています (図表1参照)。

図表1: 今後のギリシャ債務返済スケジュール
(期間: 2015年4月1日~9月30日)



出所: ピクテグループ

止まらない、銀行預金の流出

現状、ギリシャ政府の資金源は二つしか残されていません。一つ目は、現行の金融支援プログラム (72億ユーロの未融資分)、二つ目は、短期国債を発行してギリシャの民間銀行に買い取ってもらうことです。ところが、前者はユーログループが融資を止めており、後者についてはECBが難色を示しています。中央銀行の流動性確保を目的として、民間銀行が新規に発行された国債を買い入れることは、中央銀行法に抵触する可能性があるからです。

このような状況に追い打ちをかけるように、ギリシャの銀行制度は破たん危機に瀕しています。政府の窮状は、往々にして、銀行制度に脆弱性をもたらすものですが、預金者は銀行に対する信頼を失っており、

<次ページに続きます>

2015年2月末時点では、2009年9月以降、40%以上も預金流出しています。また、直近3か月の流出額は総額238億ユーロに達しています(図表2参照)。

ギリシャ政府とユーログループ、交渉の行方

2015年3月27日にギリシャ政府が発表した財政構造改革案は、ユーログループの要求に対し、二つの重要な項目(付加価値税の税率引き上げと、国民に不人気で、ツィラス首相が廃絶を公約した固定資産税の維持)についてギリシャが譲歩した点で注目に値します。

これは、合意に向けての大きな進展だと考えられますが、事実、これまで以上に前向きな話し合いができたとの報告を双方が行っています。とはいえ、改革案には労働法ならびに年金制度改革が含まれておらず、表現があいまい過ぎるとして、債権者側の不満が募っています。また、ギリシャ政府は財政改革よりも金融支援を受けての新規歳出計画を優先しているとの不満も聞かれます。交渉は、3月31日以降、中断されています。

ギリシャ政府とユーログループの隔たりが短期間で埋まる公算は低いと見ています。また、緊急の会合が開催される可能性はさらに低いだろうと考えます(4月6日月曜日がイースターの休日にあたるため)。返済期限である4月9日までギリシャに残された時間は僅かであり、IMFへの資金返済(4億5,800万ユーロ)が不履行となるリスクが強まっています。

予想される今後のシナリオ

債務不履行(デフォルト)

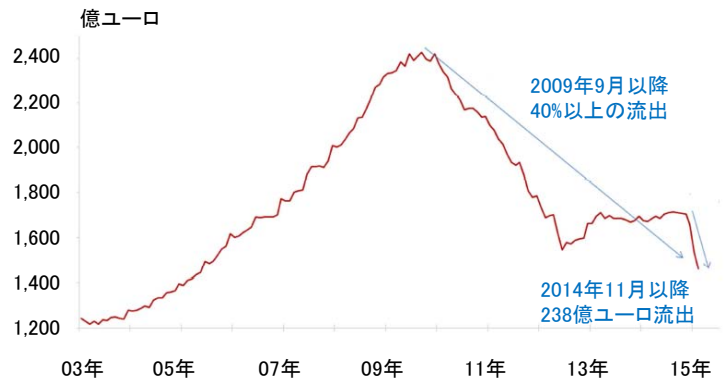
今後数週間以内のデフォルトの確率は一段と強まっています。選挙公約を果たしたい思惑のギリシャ政府が、債務の履行よりも年金や公務員賃金の支払いを優先するものと考えられるからです。4月9日のIMFへの返済が注目されます。

ユーロ圏離脱(グレジット)

デフォルトにより、ギリシャがユーロ圏からの離脱につながる可能性は否めません。また、デフォルトの結果、民間銀行が中央銀行からの資金調達の道を断たれ、経営破綻を余儀なくされるリスクが浮上します。このような状況になった場合に政府に残された最後の手段は、債券発行による民間銀行の資本再編を通じて、事実上のユーロ圏離脱を行うことです。もっとも、こうした展開が回避出来ないというわけではありません。銀行を閉

図表2:ギリシャの銀行預金流出の推移

(期間:2003年1月~2015年2月)



出所:ピクテグループ

鎖し、資本規制により例外的な資金調達維持が可能だからです。このように隔離された状況に置くことで、ギリシャは辛うじてユーロ圏に留まることとなり、完全に離脱することにはならないと考えます。

EUからの離脱

ギリシャのEUからの離脱は、法的な根拠を欠くものであり、EU法の解釈と適応次第だと考えます。法律上、経済上の理由のみならず、地政学上の理由からも、可能性は極めて低いと考えます。足元の環境下、中東と欧州の境界線を有するギリシャをEUから追放することが賢明だとは思われません。ウクライナ危機と並び、中東情勢は恐らくギリシャにとって最後のワイルドカードだと考えます。

支援の延長

先のギリシャ総選挙において反緊縮を掲げる政党が選ばれなかったとしたら、起こる確率が最も高かったと考えられるシナリオは、支援の延長です。債権者であるユーロ圏構成国は、国債償還期限の延長、表面利率の引き下げ、基礎的財政収支(プライマリー・バランス)黒字の対GDP(国内総生産)比率引き上げ等、ある程度譲歩する用意が出来ていたものと思われます(1月27日発行のピクテ・マーケット・フラッシュ「ギリシャ総選挙:通貨同盟の試練」をご参照下さい)。そうなってれば、ギリシャ経済は、新しい金融支援プログラムの下、昨年想定されていた通り、回復への道のりをゆっくりと歩んで行くことが出来たはずだと考えます。

<次ページに続きます>

ギリシャ政府の改革への取組み

債権国の反ユーロ政党やユーロ周縁国の反緊縮政党からの圧力を勘案すると、ギリシャに寛容な態度を取る余地はほとんどありません。したがって、ユーログループは今後の交渉においても断固とした態度を変えず、改革に対するギリシャ政府の真摯な取組みを求める公算が高いと考えます。一方、ユーログループが想定する改革案の内容をギリシャが受け入れれば、現与党の急進左派連合(SYRIZA)は選挙公約を破ることになるため、連立政権の連帯が試されるでしょう。このような状況が現実のものとなれば、政治的危機と総選挙の可能性も否めません。

ギリシャ、決断のとき

ギリシャはデフォルトの危機に直面しており、4月9日、IMFへの資金返済を滞りなく行えるかが注視されます。デフォルトが現実のものとなれば、銀行の預金流出リスクが一段と高まることが予想されますが、そのような状況では、銀行の預金封鎖や資金規制が行われる公算が高いと考えます。こうした措置が講じられれば、ギリシャのデフォルトの影響がユーロ圏の他の加盟国に及ぶ可能性は薄まるものと考えます。

このような状況下、ギリシャは、金融支援と引き換えに、ユーログループやIMFが要求する改革案に真摯に取り組むことを約束するのか、選択を迫られています。それが出来ない場合には、債券を発行し、事実上のユーロ圏離脱を余儀なくされることとなり、その結果、早期の総選挙あるいは国民投票が行われる公算が高いと考えます。

ご参考:ギリシャ危機の経緯

日付	概要
2014年12月8日	サマラス前首相、大統領選の前倒しを告示
2015年1月25日	反緊縮を掲げるSYRIZAが総選挙で勝利
1月28日	ギリシャ新政権が民営化計画の凍結、解雇された公務員の一部復職、最低賃金引上げを発表
2月4日	ECBがギリシャに対する特例を撤廃し、ギリシャ国債を融資の担保として認めないことを発表
2月5日	ドイツのショイブレ財務相とギリシャのバルファキス財務相が会談し、「合意しないことで合意」
2月18日	ECBがギリシャ民間銀行の短期国債保有を制限
2月20日	ユーログループ、ギリシャと暫定合意
2月23日	ギリシャ、改革案リストを提示
2月24日	ユーログループが「改革案は交渉の下地を作るものである」旨、発表
2月27日	ドイツ議会、ギリシャ支援策の延長を承認
3月6日	ギリシャのバルファキス財務相がユーログループに書簡を送付
3月9日	ユーログループ会合、ブリュッセルならびにアテネにおいて交渉開始
3月15日	ギリシャのツィプラス首相がドイツのメルケル首相に書簡を送付
3月18日	低所得世帯向けの食料配給券配布や電気料金の無料化などを含む人道主義的法案が、ギリシャ議会を通過
4月20日	金融支援策、見直し終了

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート
平日夕方 毎日配信中！

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。