

ギリシャのユーロ離脱による円高リスク

発表日：2012年5月23日（水）

～万一のストレス・シナリオを探る～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

ギリシャの総選挙が6月17日に仕切り直されることが決まり、ユーロ圏からギリシャが離脱する最悪のシナリオが以前に増して蓋然性を高めている。その破滅的結果の悪影響は、想像を超える。決してメインシナリオだとは到底言えないが、万一の事態になったときの為替の臨界点を考えておきたい。非常事態の場合、ドル円レートでの円高進行は、どの水準が臨界点になるのかを考えると、日米2年物金利差で計算して、最も極端な円高水準は1ドル72円になる。

6月中旬から7月が正念場

ギリシャの総選挙が6月17日にやり直されることが決まり、金融市場ではギリシャのユーロ離脱の危機シナリオを具体的に思い描く人が増えてきた。いわばストレス・シナリオの共有が進み、悪い予想が相場の売り材料になっている。

リスクが顕在化する時期は、6月17日の選挙もさることながら、その後の政権が緊縮財政を放棄して、EU支援を止められるか否かにかかっている。その後の政権といっても、再選挙で首位になる政党はおそらく連立を組まざるを得ないだろうから、複数の組み合わせによる連立協議、再々選挙の可能性も残されている。そうしたプロセスを念頭に置くと、クライマックスは6月中旬から7月にかけての時期に訪れるだろう。

逆に、リスク回避策が成功するならば、6月17日の選挙前になる。総選挙結果によらず如何なる場合でもギリシャ支援を継続するという方針転換が決まり、最悪の事態は回避される。ただし、そのシナリオはかなり考えにくいものだ。EU諸国は、ギリシャ国民に総選挙があっても、ユーロ離脱をしない政党が選ばれることを期待している。EUが安易にギリシャへの緊縮要請を取り下げると、破滅のシナリオを回避するために、ギリシャ国民が緊縮を堅持する政党を選ぶという緊張感がなくなってしまう。だから、EUサイドからの妥協が早々に行われることにはなりにくい。

むしろ、気がかりなのは、フランスとドイツの足並みの乱れである。先のワシントンでのG8サミットでも、フランスとドイツの対立があったことが明らかになっている。もっとも、筆者は大枠ではドイツ・フランスの協調は崩れないとみる。いくらフランスのオランド大統領が成長重視の主張を強めたとしても、経済成長への脅威を取り除くためにギリシャの緊縮義務を免除することがあるだろうか。それはとてもできない選択だ。なぜならば、ギリシャへ安易な譲歩をすると、二次支援を遵守する規律が根底から失われる。問題を先送りして、ギリシャの財政赤字はますます膨らみかねないと皆が知っている。

衆目の一致は、ギリシャがユーロ離脱の甚大な被害を理解して、二次支援の条件となっている緊縮財政を黙って受け入れるしかないということである。だから、EU諸国とチキンゲームを演じている。

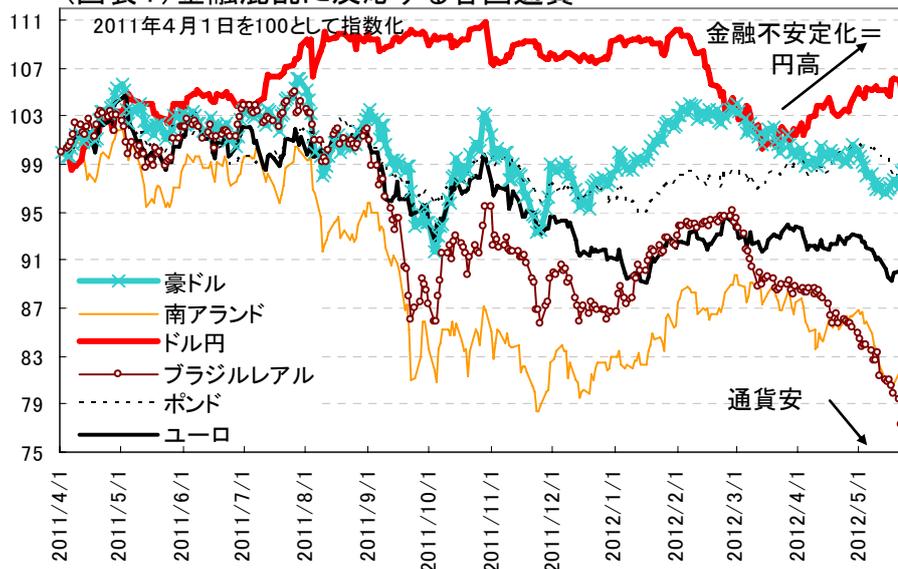
ギリシャには、そうした交渉術は手痛いしっぺ返しとしてギリシャ自身に跳ね返ると自覚するよりほかに道がない。金融市場が怯えているのは、合理的選択が成されなかったとき、ギリシャのユーロ離脱によって破滅的な悪影響が、誰もコントロールできないかたちで起こってしまうことである。

すでに金融市場では、不穏な兆候が表面化している。5月に入ってユーロや資源国通貨が一段と下落する動きになっている（図表1）。これと対称的に、円高は再びリスク回避指向によって進む格好になっている。シカゴの通貨先

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

物市場でも、投機筋の円売りポジションが急速に減少し、反対にユーロ売りのポジションが積み上がっている。これらは、ユーロについて悲観的なシナリオに備えた反応なのだろう。

(図表1) 金融混乱に反応する各国通貨



出所:FRB

円高の臨界点はどこか

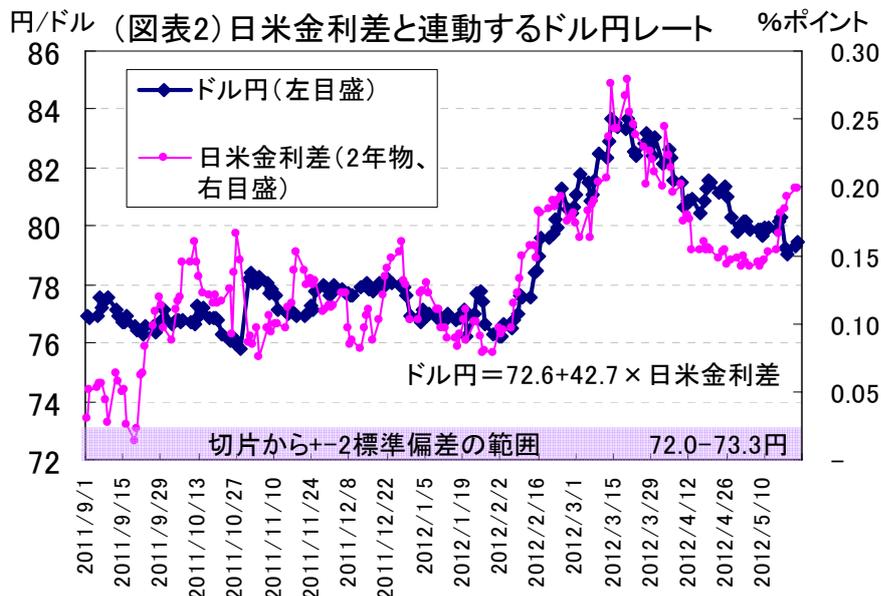
為替市場で起こりそうな状況は、77~78円のレンジへの円高急伸である。7月末までの標準シナリオとして、筆者は円高が加速するとしても、ドル円レートのレンジは1ドル77~82円を想定している。

5月22日は、格付け会社フィッチが日本国債を格下げした影響で、ドル円レートが円安に傾いたが、ギリシャのユーロ離脱が現実化すれば、円安要因はリスク回避の巨大な円高圧力に完全に飲み込まれるだろう。その場合、円高に連動して日経平均株価も大きく下落する。すでに、原油先物では下落が進み、リスク選好が弱まっている。また、日本の長期金利は0.8%台に下がり、米長金利は1.7%台、英長期金利は1.8%台、独長期金利は1.4%台まで低下している。マネーの動きは、リスク回避の構えであり、ギリシャ次第で極端な円高が起こってもおかしくないとみられる。

では、万が一の場合、ドル円レートの円高水準はどこまで進むであろうか。はっきり言えば、誰も危機時において確からしいことは言えない。そこ

で代替的な分析として、過去の経験則からみた臨界点を明らかにして、臨界点を考えてみた。例えば、ドル円レートが、日米2年物の金利差に応じて変化していると考え、このところ0.14~2.00%で推移している金利差が、仮に0.0%まで縮小したならば、為替レートは72円*という計算ができる(図表2)。

*その場合、ユーロ円相場も大幅に円高になると1ユーロ=90円が臨界点とみる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

この極端な円高水準は、2011 年後半以降の円高局面で、金利差を説明変数とした為替の推計式が、最も円高水準になった場合の想定である。日米金利差が 0.00% になって、金利差と為替の経験則が最大の円高に振れた場合が 72.0 円/ドルになる。為替レートが円高方向にオーバーシュートして、2 年物金利差で説明する経験則が崩れれば、この前提も狂ってしまうのだが、筆者は最悪のストレス・シナリオの目途として、この水準を考える。

ギリシャ波乱で何が起るのか

ギリシャがユーロ離脱を決めると、何が起るのだろうか。実際、ギリシャの通貨がユーロから新通貨（旧通貨はドラクマ）に戻るよりも手前で、二次支援が途絶えて、ギリシャ政府は対外支払いをやりくりできなくなる。ギリシャ国債を保有する投資家は、元利払いが停止するだろう。対内的にギリシャ政府は、国民に対する公共サービスを提供できなくなって、年金・公務員給与の支払いも滞るだろう。政府が国民に対して支払いができなくなった前例は、歴史の中で悲劇として語られる。

日本では、1876 年（明治 9 年）に秩禄処分が完全実施され、士族が家禄を失う事件が起こっている。この実質的な公務員給与支払いの停止は、西南戦争や各地の士族の反乱を引き起こし、そこでの死者数は戊辰戦争を上回っている。ギリシャがユーロを新通貨に切り替えるとすれば、そこでは相応の社会的・政治的混乱を伴うだろう。経済政策の歴史の中でもそれは壮大な実験となり、政治的混乱を回避できるかどうかも見通せないショックになるだろう。

金融面での問題は、新通貨に移行することが、欧州諸国が支援した既存のユーロ建て債権が脅かされることである。ギリシャ政府の 3,500 億ユーロの政府債務は、新通貨に切り替わったとき、新通貨の価値下落によって実質的負担が数倍に膨れ上がる可能性がある。そのような負担にギリシャ政府が耐えられないと、ギリシャ支援の債権自体も不良債権化して、これまで支援していた EU の潜在的損失とカウントされることも心配される。

こうした信用不安は、ユーロをも減価させ、EU 各国の財政負担に転嫁されかねない。南欧諸国の長期金利上昇のみならず、ドイツの長期金利上昇に結びつくと、リスク回避志向の強まりが、日本に円高圧力として襲ってくるだろう。

日本の円高防衛策

6・7 月にかけて国際金融市場での波乱が起こったとき、日本政府はどういった対処を行うであろうか。為替介入による円高阻止と日銀の一段の金融緩和で応じることが予想される。その場合、1 ドル 75 円の水準を割らないことが、円高阻止の目安になると考えられる。ユーロ減価に対してドルを買い支える介入ではなく、ユーロ買いによるかつてない規模の介入が行われる可能性がある。

日銀にとっては、ギリシャ危機の顕在化は本当に苦しい状況であろう。決定会合の日程は、6 月 15 日と総選挙の前にある。FOMC は、6 月 19・20 日に行われる。ギリシャ危機によって金融市場が不安定化すれば、日銀は 6 月 15 日の会合後のどこかで臨時会合で追加緩和を行う可能性がある。

欧州における金融混乱では、ECB が危機封印に積極的な役割を果たすであろう。3 回目の LTRO の実施により、短期金利の跳ね上がりは抑止されて、金融機関の資金繰りは助けられる。現在でも、ユーロ LIBOR は落ち着いていて、ECB の痛み止めが効果を及ぼしている。

中期的な問題は、欧州金融機関の融資・投資活動が萎縮して、実体経済を悪化させるリスクである。ギリシャ危機による債権劣化に加えて、連鎖的な損害が欧州金融機関を苦しめるだろう。中長期的に尾を引きかねない実体面での悪影響もまた計り知れない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。