

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2268号 2015年07月13日（月曜日）

## 《 Do more to get more cash 》

日本時間の今朝方まで9時間以上続いている緊急ユーロ圏首脳会議は、日本時間の月曜日午前8時になっても終わっていないが、「ユーロ圏におけるギリシャの地位と将来」を不透明なままに先送りして閉幕すると見られる。首脳会議がギリシャに対して「税制改革、年金改革など財政再建案の中味6項目に関して、15日夜までの国内法制化」を「支援を巡る真剣な話し合いの開始条件」としているから見られるため。重要な事は、ギリシャの財政再建策にユーロ圏諸国が最終的にokを出した後に、「債務の切り捨てとか再編に関する話し合い」も始まるとみられる点。ここでも対立点は多い。つまり全てが終わるのはまたまた今週末くらいになる可能性がある。

ギリシャの国内政治が、EU サイドの要求の方向で順調に進むかは分からない。ギリシャ国内ではチプラス首相は今「裏切り者」扱いだ。ギリシャ国民が「NO」を突きつけたEU案にそった案を今回「ギリシャの財政再建案」としてEUサイド（財務相会合）に提出したからだ。だから再び「ギリシャの国内政治」が大きなマーケット・ファクターとなる。

仮にギリシャ国会が法制化を水曜日夜までに終えた場合、木曜日にドイツ議会が開かれ、さらに金曜日にユーロ圏財務相会合を開いて、「そこで正式にギリシャ支援の話し合いを始める」という手順を準備している模様。ただし、ドイツ議会ばかりでなくユーロ参加国で議会承認が必要な他の5カ国（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）が「ギリシャの法制化は十分」と判断するかどうかは不明（特にフィンランド）。法制化も終わっていないのだから当然だろう。

つまりギリシャが依然として「ユーロ圏に残るのか、それとも離脱を余儀なくされるのか」が不明のままアジアのマーケットは幕開けした。「このギリシャ問題はいかほどのマーケット材料か」という疑問もあるが、週明けには出ると思われていた結論が先送りされたことで、金融市場は引き続き「ギリシャ問題の帰趨」と直面し続けることになる。先週末の段階では「週明けにはギリシャのユーロ残留が決まる」と読んでいた市場には予想外で、混乱の火種が残った。中国の株式市場の動向も気になる。

-----

端的な印象を書くと、この週末のEU、ユーロ圏の「ギリシャ問題」を巡る混乱は今後の欧州にとって大きな重荷になるとと思われる。それは

1. 11日土曜日の9時間にも及ぶ財務相クラスの協議でも、翌12日午前の協議でも意見一致を見いだせず、結局結論をサミットの「政治決断」に投げざるを得なかったEU内での深刻なギリシャ問題を巡る亀裂
2. 特にドイツ、フィンランド、スロバキアなどギリシャの再建案を「信用できない」と主張するグループと、フランス、イタリアなど「ギリシャはもう十分苦しんだ。救済に値する」とするグループの鋭い対立

が表面化したことだ。その結果、今後のEU、ユーロの先行きに深刻な懸念が生じており、これを修復するのは容易ではない。ギリシャのチプラス政権はさらなる国内措置（再建案実施に必要な法的措置）を求められた。国内で既に「裏切り者」と呼ばれ始めたチプラス政権がそれをスムーズに進めることが出来るかは不明。一方で、ギリシャ経済、特に銀行組織は急速に弱体化しており、ECBの支援措置が実施されるにしても、厳しい状況は続く。「ギリシャ問題」を巡る欧州域内の話し合いが混迷した理由は以下の通りである。

1. チプラス政権の信頼性の問題。同政権はEUの主張に歩み寄った財政再建措置を約束しているが、「実際に彼はやる気が、そして約束を政策として実行する能力があるのか」という問題。特にフィンランドなど北の国がこの点で強い疑念を主張し、「そもそもギリシャはもっと踏み込むべきだ」という意見も出た。ドイツのメルケル首相はチプラス首相を指しながら、「もっとも大切な通貨が失われた。それは信頼という通貨だ」とサミットの前に話していた。ギリシャにとって「法制化」はEUから課された「信頼回復の」大きなハードルだ
2. ギリシャ支援の必要額が増え続けている問題。ギリシャが「2010年以降で三回目の支援」として求めているのは535億ユーロ。しかし2週間に及ぶ資本規制などなどの影響で、ギリシャの銀行は直ぐにでも資本注入をしなければ破綻の危機にある。それにかかるコストは少なくとも250億ユーロとの見積もりもあり、IMFは総額740億ユーロの新規対ギリシャ融資が必要と言っている。他の見積もりでは860億ユーロとも。邦貨では約11兆円にも達する。すさまじいコスト。これはドイツや北欧の国にとっては「耐えられない金額」だし、「ギリシャの将来の姿」を考えても「返済は無理」と写った
3. ギリシャの債務切り捨てや返済計画の再編の問題。国民から「裏切り者」と呼ばれ始めているチプラス首相は、財政再建策以外のところで国民に見せ球（納得してもらえるメリット）が必要。それには「一部債務の切り捨て」（彼は三分の一を主張との見方もある）が一番良いが、ドイツなどが反対したと思える
4. 「再編や組み替え」に関しては、IMFは今のギリシャ債務の平均返済期限30年を「60年にする必要がある」と主張している模様。観光以外産業のないギリシャはそもそも返済能力が劣る。しかし超長期化にはドイツなどが反対。60年は半端なく長

い

### 《 seriously divided Europe 》

ギリシャと他のユーロ圏諸国の間、債権者間の対立（特にドイツとフランスの）、と実に話し合いは複雑な様相を示した。11日のユーロ圏財務相会合が9時間も話し合ったのに結論に達することが出来なかったのは、こうした内部対立が表面化する中で生じたもので、ある意味予想通りと言えた。よって「12日も簡単な結論は財務相会合の段階では出ない。結局12日午後のサミットに投げられる」と筆者は予想していたが、実際にそのような展開となった。フランスはギリシャに恩を売り、「EU内での主導権の示威」を狙って、「ギリシャ支援」での合意を取り付けようとした。イタリアがこれに加わる。イタリアのレンツィ首相はドイツのメルケル首相に対して、「(反対は)もう十分だ」と述べたと伝えられる。

しかし国内の政治状況が「ギリシャを支援するとは何事か」という状況にあるフィンランドはドイツよりも態度を硬化させていたし、ドイツも国内政治状況は簡単ではない。かつドイツには「ギリシャが他の南欧諸国の甘えの前例となることは避けたい」という思惑があった。フランスとのEU内での緊密な関係を犠牲にしてもだ。

財務相会合の段階を含めて、「ギリシャのユーロ離脱、期間限定の離脱」などいろいろな案が浮かんだことも明らかになりつつある。ドイツ紙フランクフルター・アルゲマイネの日曜版（電子版）は「ドイツ財務省が財政危機に陥ったギリシャに対し、ユーロ圏から最低5年間の離脱を求める案」も検討していたと報じた。ドイツ財務省は「(ギリシャ政府の)財政再建案は、長期的な経済成長を遂げ持続的に発展するために必要な改革が欠けている」と指摘。早急に再建案を改善するか、ユーロ圏を一時的に離脱し、その間に債務削減を検討すべきだと考えたという。

その具体的内容は、再建案の改善策としてはギリシャが500億ユーロ（約6兆8千億円）相当の資産を、第三者基金を通じて売却し債務削減に充てる方法。ユーロ圏を一時的に離脱する場合、債務返済が困難になった国の負担を軽減する措置を話し合う「主要債権国によるパリクラブ」のような枠組みの活用も視野に入れた。ギリシャは欧州連合（EU）に加盟し続け「人道的、技術的な支援を受けることになる」とした。この案が出る前からドイツでは「ギリシャに対する人道支援」の話が出ていて、同紙の報道はこうした案が早くから何故ドイツで出てきたのかを理解するのに役立つ。ドイツは早い段階からギリシャのユーロからの引き離しを念頭に置いていたのだ。

問題なのは「時間」だ。時間の経過がギリシャにとって一番きつい現実になっている。ギリシャの金融システムは既に崩壊寸前。よって経済活動もよれよれだ。観光客は混乱を嫌気して減り、新たに多くの人が職場と給与を失っている。銀行が機能していないので、当然そうなる。立て直すにはもっともっとお金がかかる状況が生まれている。

急がなければならないのだが、ギリシャに国内政治があるのと同じように、それぞれのユーロ参加国にはそれぞれの国内政治がある。しかしギリシャ問題では「全会一致が必要」と IMF が言っている。しかし、これはなかなか難しい。

### 《 course of the economy and inflation remains highly uncertain 》

ところで、先週はイエレン FRB 議長が金融市場大荒れの中でオハイオ州クリーブランドのシティ・クラブで「Recent developments and the outlook for the economy」と題して講演し、市場もこのスピーチには関心を払った。市場の一部にはギリシャ、中国と続くマーケットの混乱は「アメリカの利上げ方針に響くかも知れない」との観測があったため。しかし彼女は「My own outlook for the economy and inflation is broadly consistent with the central tendency of the projections submitted by FOMC participants at the time of our June meeting. Based on my outlook, I expect that it will be appropriate at some point later this year to take the first step to raise the federal funds rate and thus begin normalizing monetary policy.」と述べて、かねてからの「年内利上げが妥当」との見方を変えませんでした。

この文言は我々にとって馴染みがある。しかしその後には彼女は以下のように付言した。「But I want to emphasize that the course of the economy and inflation remains highly uncertain, and unanticipated developments could delay or accelerate this first step. We will be watching carefully to see if there is continued improvement in labor market conditions, and we will need to be reasonably confident that inflation will move back to 2 percent in the next few years.」つまりまだまだ情勢は不安定であり、「展開は読めない面がある」と指摘。彼女が指摘している「unanticipated developments」が何かは特定されていませんが、むしろ国際金融市場の動向は一つの要因でしょう。

彼女はその上で、「最初の利上げの意味合いの重要性を過大評価するべきでない」と敢えて指摘している。「Let me also stress that this initial increase in the federal funds rate, whenever it occurs, will by itself have only a very small effect on the overall level of monetary accommodation provided by the Federal Reserve.」という表現を使っている。つまり、「最初の利上げは、FRB が提供している金融緩和の枠組み、全体的なレベルから見るとごく小さな影響力しか持ち得ないものである」と。つまりマーケットに「最初の利上げを過大評価するな」「利上げしても FRB が枠組みとして緩和を続けていることに変わりはない」と改めて指摘しているのである。

彼女はさらに次のように指摘する。「Because there are some factors, which I mentioned earlier, that continue to restrain the economic expansion, I currently anticipate that the appropriate pace of normalization will be gradual, and that monetary policy will need to be highly supportive of economic activity for quite some time.」つまり「利上げしても、その後のペースはゆっくりしたものになるし、FRB の金融政策はかなり

先までアメリカの経済活動を支えるものでなくてはならない」と強調している。「金融市場が最初の利上げ（年内にあるかもしれない）を誤解釈しないように」と念押ししているの  
である。

なおフィナンシャル・タイムズの報道によると、クリーブランド連銀のトップ（総裁）  
であるロレッタ・メスター女史は同紙とのインタビューで、「最近の海外市場の動揺・波乱  
にも関わらず、アメリカ経済はフル雇用に近づいており、短期金利の上昇に十分耐えうる」  
との判断から、「年内2回の利上げを支持する」旨の発言を行ったという。これに対して、  
「来年の半ばまでは利上げを避けるべきだ」との意見を述べている FOMC のメンバーもいる  
と伝えられていて、中間地点に近いところに位置するイエレン議長を含めて FRB 内部の意  
見は割れている。

なおメスター女史は、今は FOMC では「Alternate Members」である。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- |             |   |
|-------------|---|
| 07月13日（月曜日） | 5月第3次産業活動指数<br>6月投信概況<br>インド6月消費者物価<br>米6月財政収支  |
| 07月14日（火曜日） | 金融政策決定会合（～15）<br>6月マンション市場動向<br>シンガポール4～6月期 GDP<br>インドネシア中央銀行の金融政策決定会合<br>インド6月卸売物価<br>英6月消費者物価<br>ユーロ圏5月鉱工業生産<br>独7月 ZEW 景気予測指数<br>米6月小売売上高<br>米5月企業在庫<br>ギリシャの円建て外債(サムライ債)8300万ユーロの償<br>還期日 |
| 07月15日（水曜日） | 中国4～6月期 GDP<br>中国6月工業生産高・小売売上高<br>中国1～6月都市部固定資産投資<br>中国1～6月不動産投資<br>13日時点の給油所の石油製品価格<br>金融政策決定会合の結果発表<br>黒田日銀総裁会見   |

マレーシア 6 月消費者物価  
英 3~5 月失業率  
米 7 月ニューヨーク連銀景気指数  
米 6 月卸売物価  
米 6 月鉱工業生産  
カナダ中央銀行が政策金利を発表  
0 7 月 1 6 日 (木曜日) 金融経済月報  
ニュージーランド 4~6 月期消費者物価  
ユーロ圏 5 月貿易収支  
欧州中央銀行理事会 (結果発表は 20:45)  
米新規失業保険申請件数  
米 7 月フィラデルフィア連銀景気指数  
米 7 月 NAHB 住宅市場指数  
休場=インドネシア  
0 7 月 1 7 日 (金曜日) ギリシャの短期国債 10 億ユーロの償還期限  
米 6 月消費者物価  
米 6 月住宅着工  
米 7 月ミシガン大学消費者態度指数速報値  
休場=シンガポール、インドネシア

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。NHK テレビによると今月の初めから 9 日までの日照時間は異常に短く「東京ではわずかに 2 4 分」だったそうですが (言われてみれば実際にお日様に当たっていなかった)、一転して夏日が照りつける暑い週末でした。日曜日は午後には大阪で一つ仕事があって東京から移動したのですが、その暑かったこと。熱中症になった方々が大勢いたというのが納得出来る温度・湿度でした。今週も週初は暑い日が続きそうです。

-----

ところで、皆さんは夏の予定をどのように立てていらっしゃいますか。というのも昨日新幹線で移動する時に車両がとっても空いていて、「皆さん夏に備えて今は移動をセーブする時期なのか」と思ったからです。学校の夏休みが始まると、新幹線の車内は普段にない騒々しさ、喧噪になります。

私の今年の夏休みは「日本の暑い夏を避けて草原のモンゴル」としました。実はもう私は一回行っている。2007 年の 9 月。なので、ほぼ 8 年ぶり。前回見た景色は今でも鮮明に思い出します。つまりあの国のイメージは複雑ではなくて、非常に単色ではっきりしている。だから頭に残る。

イメージが鮮明に残っているのに再び行くのは、今度の旅には「ゴビ砂漠」が入っている

のです。今までことさら砂漠は行ったことがない。飛行機から、つまり空から見たことはありますが。あとは鳥取の砂丘くらいかな。だから今度のモンゴルは二度目ですが楽しみです。あとは平原に寝そべって見る星空かな。これは前回も経験した。星空はどこでも見えるものではない。灯りがあるところは駄目です。だから日本の山の上とかでも見れる。ただし寝そべれないとダメだし、なんて言うのか「地平線がある平原」で見る星空は本当に綺麗なのです。空気も澄んでいる。

前回はモンゴル馬に乗って草原を駆けたのも楽しかったが、今回はどうでしょうか。今回の宿泊予定は「ホテル・ゲル・ゲル・ゲル・ゲル・ホテル……」という感じ。前半の2泊のゲルが砂漠系で、後半のゲル2泊が草原系。四日もゲルで過ごすというのは、はっきり言ってチャレンジングです。気温は5度から30度と。ははは、結構激しい。朝方や夜間に寒く、昼間はとっても暑いと言うことです。8年前よりは写真の腕は上がっているかも知れない。良い写真を撮る楽しみもあります。

でも来週ではありません。8月に入ってからです。それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したのですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。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。》