

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2265号 2015年06月22日（月曜日）

## 《 Last-Ditch Proposals 》

今週はいわゆる“ギリシャ問題”が、過去に例のない「資本規制」「デフォルト」「ギリシャや欧州経済の混乱」「ギリシャのユーロ離脱」さらには「EU 離脱」と展開するのか、それともまたまた土壇場での「新たなギリシャ救済合意→再びの小康状態」となるかの大きな分かれ目です。デフォルトの確率は高まっているように見えるが、実際にそれが起こるかどうかはまだ分からない。

というのも、週末にいろいろ新たな動きがあったからだ。「Greece Considers Last-Ditch Proposals to Avoid Collision With Bailout Creditors」（ウォール・ストリート・ジャーナル）という報道があり、中味が何かというと「with a mixture of eliminating some exemptions in the tax and social-security systems, raising taxes on business profits and middle-class incomes, and cutting some spending」という。この最後の「cutting some pending」の中には、トロイカ側が望むほどではないが、小幅な公的年金の支給額引き下げが入るとの報道もある。

別のウォール・ストリート・ジャーナルの記事は「Pressure Mounts on Europe to Arrest Greek Drift Toward Default」と伝え（筆者がこの文章を書いている時点でのトップ記事）、それによればまず首脳会議の前にまたまたユーロ圏財務相仲間での話し合いがあり、その後首脳会談という段取りらしい。先週のユーロ圏財務相会合では「ギリシャ側から見るべき新たな提案がなかった」（参加筋）ことから、実際にはたいした話し合いも出来ないまま散会となっていたらしい。

そういう意味では、今回のいよいよドン詰まった一連の会議ではギリシャが「新提案」をしてくると思われるので、その点ではトロイカ側の意向が入れられたことになる。しかし中味がトロイカの望むほどでないとすると、実際に話し合いが始まった時にどうなるのかは分からない。恐らく「今回救っても、ギリシャはいずれ破綻に追い込まれる。それだったら、今回でその筋書きで事を進めた方が良い」と考えるユーロ圏財務相もいるかもしれない。しかし一方で「ギリシャの破綻はやはり避けるべきだ」という意見もあると思う。どちらの考え方をするにせよ、彼等は相当ギリシャには疲れている。

事態を一番気にしているのは ECB とギリシャ中銀だろう。なにせギリシャの銀行組織からの資金流出が凄まじい。報道によれば、最近は一週間当たり30億ユーロほどの預金が流出しているとも言われる。少々統計が古くなるが、ギリシャの銀行組織が4月末時点で持つ

ていた預金の残高は1330億ユーロだという。ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、同預金は昨年11月末から今年4月末までの間に300億ユーロ減少したという。今はもっとペースが速い。だから実体は不明だが、実際には既にギリシャの銀行システムは「中銀の支えなしでは破綻した状態」と言える。ECBは実はギリシャ国債を担保にギリシャ中銀に資金を回し、それがギリシャの銀行の資金繰りに使われることを承認し続けている。この週末にも20億ユーロの緊急融資を行ったとの報道もある。つまりECBによって今のギリシャは「なんとか回っている」という状態だ。

月曜日の一連の会議で「支援」の新たな枠組みが決まらなければ、まずギリシャは「資本規制」に踏み切らざるを得ない。具体的には「預金封鎖」をして、国民が銀行から資金を引き出す上限を設けるなど。それは極少額に限定されるだろうから、月曜日の営業が始まった当初から一種の取り付け騒ぎが起こる可能性もある。「規制が始まる前に、ギリシャがユーロを離脱する前に引き出そう」と誰もが思うからだ。そうした際の“事故”が怖い、とルー財務長官。実際にそうで、そこから月末に向けての「ギリシャのデフォルト確定→国際金融市場の混乱」は誰も目にしたくはないだろう。

### 《 a deep recession, a dramatic decline in income levels... 》

しかし「それが回避される」と断言できる人はいない。最終段階まで「言葉の応酬がエスカレートしている」ことは予想されたこととしても、ユーロ圏財務相の間では「根深いギリシャ不信、チプラス政権不信」があるはずで、「もうこんなことは繰り返したくない」と考えている人も居るはずだ。メルケル独首相、オランダ仏大統領など首脳達は最終的に「欧州の政治」を考えているので、「なんとかギリシャをEUの枠組みの中に残したい」と考えている人が多いだろう。ギリシャのチプラス首相は盛んにロシアのプーチン大統領に接近している。先週もサンクトペテルブルクに出かけた。意図が露骨すぎるが、これも欧州にとっては嫌なことだ。

ギリシャ中銀は「仮にギリシャがデフォルト」したら、「a deep recession, a dramatic decline in income levels, an exponential rise in unemployment and a collapse of all that the Greek economy has achieved over the years of its EU, and especially its euro area, membership」が起きるとの警告を先週出した。まあそうだろう。当然チプラス首相以下はその事態をある程度分かっている筈だ。しかしギリシャとトロイカサイドの今の対立は「面子の対立」でもある。

マーケットの置かれている状況も複雑だ。言ってみれば「ギリシャの破綻」を半分以上は織り込んでいられる。ユーロの堅調はそれを示している。ギリシャがEU経済に占める割合は小さいし、ましてや世界経済に占める割合は極小さい。ギリシャは金融危機を繰り返しており、同国に巨額の融資残高を持つ民間金融期間は少ない。しかしそれでもDAX(ドイツの代表的株価指数)の最近の下げを見れば、その前に勢い良く上げ過ぎたということはあるにしても、「(実際にギリシャがデフォルトになることは) 欧州にとってはやはり危機

なのだ」と分かる。“危機”だから EU サイドもギリシャも回避はしたいと思っているが、「それだけの政治的意思」を固められるのかどうかは不明だ。世論調査などをすると、ギリシャ国民の間では「やはり EU に残るべきだ」とする意見が7割近くを占める。しかし今までの緊縮策に対する国民の反感は強い。「ギリシャはもう十分苦しんだ」ということだ。

実際に「緊縮策が実施されたギリシャの過去5年」を経済統計で見ると、失業は高止まりし、国民所得は落ち、そして人口は4%減少した。「目に見える成果はない」というのが当たっている。それはそれで、いくらギリシャが苦しんでも同国でも使われている通貨ユーロは弱くならない。弱くならないと言うことはギリシャの国際的競争力は高まらない、ということだ。バーナンキが常に指摘する矛盾だ。これはユーロというシステムの欠陥でもある。

最近は毎日のようにギリシャ関連の記事が大きく出る。そしてそこで使われる写真は、常に青空にはためくギリシャ国旗であったり EU の旗だったり。時にその旗が破れていたりするが、要するにギリシャは「常に青空の、観光に適した国」なのだ。実際に行くとあれほどの天国はない。国民はのんびりしている。そののんびりさがドイツの国民性とは衝突する。ドイツはどちらかと言えば曇天の国だ。根深い「国民性の差」が今週のヤマ場でどう調和しようとするのか、それとも衝突するのか。

### 《 it will be appropriate to raise the target range 》

先週行われた FOMC で明らかになったことは、「イエレン FRB は年内の利上げ開始を依然として希望している。しかし利上げ開始後のペースは至極ゆっくりしたものになる」ということだった。マーケットは「利上げは先送りになった」と読んだ人が多かった。いくつかの最新米経済指標は「早期利上げ」を示していたから、それがなくなったという意味で「ハト派的内容」と受け取った向きもあるだろう。しかしあれだけイエレン議長が「年内の利上げが望ましい、それが妥当」と繰り返すということは、「イエレンさん個人としては9月に利上げし、その後はまた数ヶ月様子を見る」というシナリオを描いているのではないかと、と筆者は個人的には想像している。

とうのも、セントラル・バンカーがあれだけ「年内」というからには、やはり“利上げ”は年内に踏み切りたいのでしょう。そう読める。しかし一方でインフレ率が目標から遠く離れているという現実がある。せつかく回復に向かったアメリカ経済を「足早な、性急な利上げによって崩したくない」という気持ちもある。その狭間で悩めば、「とにかく一回やって、あとはまた様子を見る」というのが良い方策だと思える。

ドラギさんがそうであるように、イエレン議長も超緩和政策も、そこからの出口戦略も、「多少のタービュランスは覚悟の上」という気持ちを示すことによって、「混乱も想定内」と市場に言い聞かせているように筆者は見える。そこまで覚悟したら「9月はやれる」「やるべきだ」と彼女は考えているのではないかと。もっとも FOMC は利上げをする状況に関して、The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen further improvement in the labor market and

is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.」としている。それから一段と離れるような経済状況になったら、「年内は見送り」となるでしょう。それは今後の経済統計の動きを見るしかない。はっきりしているのは、1～4月の厳しい状況からアメリカ経済は改善に向かっているということです。FOMC 声明の第一パラの形容詞が、「(まずまず) 良い」「安定」「低い」でほどよく均衡している。その前の回の声明は「鈍化」がキーワードだった。

-----

今週の主な予定は以下の通りです。

06月22日 (月曜日)	金融経済月報 5月スーパー売上高 5月コンビニ売上高 米5月中古住宅販売 ユーロ圏首脳会議(26:00 ブリュッセル) 日韓国交正常化から50年 米中戦略・経済対話(~24 ワシントン) 休場=中国
06月23日 (火曜日)	中国6月HSBCのPMI速報値 シンガポール5月消費者物価 5月食品スーパー売上高 5月民生用電子機器国内出荷 仏6月PMI速報値 独6月PMI速報値 ユーロ圏6月PMI速報値 トルコ中銀の金融政策決定会合 米5月耐久財受注 米6月製造業PMI速報値 米5月一戸建て住宅販売 米4月FHFA住宅市場指数 米上院商業科学運輸委員会でタカタ 問題に関する公聴会
06月24日 (水曜日)	金融政策決定会合の議事要旨 5月企業向けサービス価格指数 22日時点の給油所の石油製品価格 独6月Ifo企業景況感指数 米1~3月期GDP確定値
06月25日 (木曜日)	5月外食売上高

06月26日（金曜日）

米5月個人消費支出  
米新規失業保険申請件数  
EU首脳会議  
5月全国・6月都区部消費者物価  
5月失業率・有効求人倍率  
5月家計調査  
米6月ミシガン大学消費者態度指数確報値

今週も耐久財受注、住宅販売、消費者信頼感指数など結構面白い経済統計が発表される。イエレンさんの想定通りに米経済が推移しているかどうか、が注目される。23日は中国は休場。中国の株価の動きは激しい。預金金利が引き下げ傾向にあり、かつシャドーバンキング規制もあって、中国のマネーの受け皿となっていたのが株式市場。その結果はこれまでの急騰だったから、明らかにバブルの兆候があった。それ故のマーケットの不安定化。どこで着地させるかを当局は考えているのでしょうか。しかしその通りに展開するかどうか。

木曜日にはユーロ圏だけでなくEU首脳会議が開かれる。ギリシャがデフォルトになるかどうか、そしてその後ユーロ離脱に突き進むかどうかに関しては、「今週+来週というやや長いスパンの中での展開になる」という点が重要で、案外この「EU首脳会議」も重要になるかも知れない。ギリシャの今月末の各機関への返済総額は15億ユーロ超。これはトロイカからの72億ユーロの融資がなければ「返済不能」と考えられている。IMFのラガルド専務理事は、「猶予はない」と手厳しい。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。やはり「梅雨だな」という天候にはなってきましたが、「でもはっきりした梅雨空でもない」という印象。大阪城や皇居のお堀の水位が下がってきていたので雨が降るのは歓迎ですが、その降り方が尋常ではない。「やはり気象が変わってきている」と思うこの頃です。

週末の驚くべきニュースは「世界遺産登録、日韓協力で一致」でしょうか。あれだけ反対していた韓国が態度を一変。「韓国の横やりで日本の産業遺産が世界遺産になれなければ、日本人の対韓感情は取り返しが付かないほど悪化する」との警告を韓国政権も聞かざるを得なかった、ということでしょう。MERSもあって、今の韓国経済には閑古鳥が鳴いている。つまり韓国の政治家達の感情的な反日政治が、現実には負けたと言うことです。

最近ふと、「香港の人達と大阪の人達は同じような”ロス感覚”に見舞われているのかも知らない」と思っています。何をロスして寂しいのか。大阪の場合は「都構想」。何年にもわたって大騒ぎしたが、住民投票で僅差とは言えあっさり否決されて、それを主唱していた人物は表面上「政界引退」を言っている。大きな争点をロスした。今の大阪には「そして

何も残らなかった」感覚がある。

もう一方の香港。行政長官の選出を今までの方式から民主化する。それはほぼ全員賛成。今までは、住民の一部しか長官を選ぶ選挙委員会委員を決める選挙権を持っていなかった。選挙権を全住民（選挙権を有する）にするという。それは良い。しかし北京の全人代は、住民の選挙権は認めるが、選挙委員会に立候補出来る人を「北京政府寄りに限る」と決めてしまった。確かにそれじゃ、「自由な選挙」とは全く言えない。自由選挙とは「立候補の自由」と「自由な選択」がパッケージだから。

だから香港の民主派は反対し、議会でも推進側が議席の三分の二を確保出来ずに廃案になったのは当然だし、良かったと思う。しかし北京政府に「方式を変えろ」といっても、多分全く埒があかない。とすると、「従来のまま」が続くことになる。考えようによっては「民主化への一步前進」を民主派が阻止したような形になった、と考える人も出てくる。

そこでは直ぐに「立候補も自由に」という運動が必要だが、それは動きそうもない。それはこの立候補者限定の決定を下したのが、北京の政府だから。どうにもこうにもしようもない。香港の人達は民主派を含めて、「自分達の立ち位置」を失い、同時に今後の運動方針も失った。ロス感覚だ。

大阪は今ちょっと元気がない。善し悪しの問題は別にして、オリンピックを控えた東京とはまた別の意味で、「大阪も動いている」という感覚があった。「府」なのに「都構想をいじっている」という。大阪では工事車も動かなくなった。ハルカスが出来上がったから、要するに「大きな工事」がなくなったからだ。対する東京はそこら中で大規模工事が行われていて、当面途切れる予定がない。国立競技場の建設もこれからだ。

「元気がない」というのは、私の個人的な印象だけではない。たまに大阪のタクシーの運転手さんに嘆かれる。「話題がなくて寂しい」と。それはある意味「都構想ロス」「橋下ロス」でしょう。そうなるに分かっていたから、私は「もしかしたら大阪の人達は可決するかも」と思っていた。がそうはならなかった。それだけ都構想のメリットが伝わらず、橋下ロスになることが分かっている、橋下さんを負かすことに大阪の人々は躊躇しなかったということでしょう。

そういう意味では、香港の方が「民主化そのもの」の拒否ではないので、展開は今後もあり得る。しかし大阪で再び「都構想」的な地域政治ムーブメントが生ずることは当面ないでしょう。しかし「日本には二つのヘソが必要」という私の考え方からしても、大阪にはあまり元気を失って欲しくない。人口では大阪はもう神奈川に抜かれた。もっと魅力的な街になってもらわないと。でも「都構想」が頓挫して、大阪は「方向感ロス」になっている。断っておきますが、私は都構想には賛成ではなかった。しかし「ロス感覚」を大阪に感じる人間は私だけではないはずだ。

香港も、特に民主派には「方向感ロス」が今のところある。勝ったけれども、それが何かの成果になったわけではない。「過去に戻った」だけ。一つの運動には必ず意義がある。しかしそれが「意外なロス感覚」をもたらすこともある。二つの大きな、感覚的には似て

いる大阪と香港という大都市の最近の経験は、それを良く示している。

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ものです。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。》