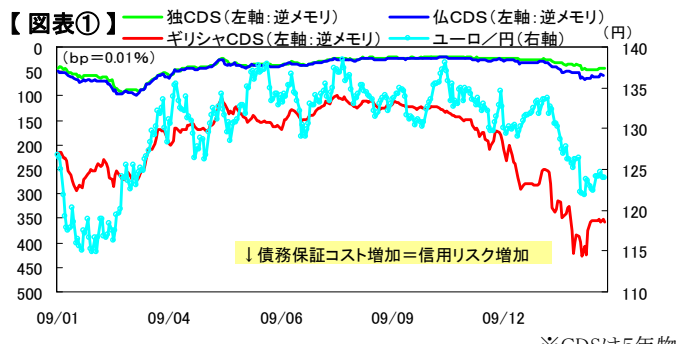


ユーロ圏の財政規律問題とユーロ

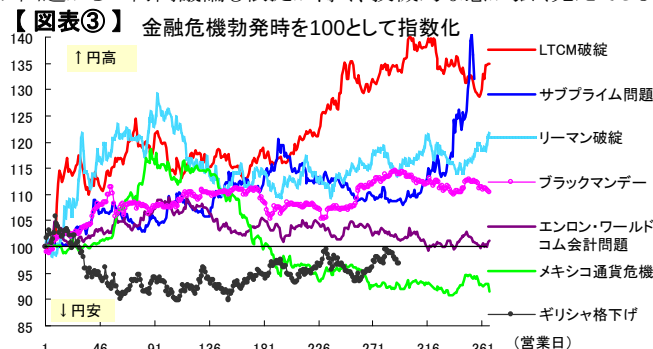
- ✓ギリシャの財政規律問題を背景としたユーロ安は、過剰反応の域に達した感がある。
- ✓リスク回避からの円高議論も実はあまり整合性がない。

ギリシャ問題を受けて、国債の債務不履行をカバーする保険料ともいえるCDS市場(クレジット・デフォルト・スワップ)ではギリシャの同指標が悪化するのに伴い、ユーロ/円が円高推移しています(図表①参照)。一方、独、仏の同指標は安定推移しています。経済規模(ユーロ圏全体のGDPに占める各国の割合)を見ると、独、仏だけでユーロ圏全体の約40%にも達するのに対し、ギリシャは約2%程度の比率しかありません。それにも関わらず、ユーロ/円はまるで、ギリシャの債務不履行を視野に入れたかのような投機的な値動きを続けています。ギリシャの格付けは現在BBB+でCDSは351bp(1bp=0.01%)ですが、同じ格付けの他国のCDSとギリシャを比較すると格段に高いことがわかります。また、ギリシャのCDS水準は、投資不適格級の他国の一部よりも更に高く、2002年に債務不履行となったアルゼンチンに迫る勢いです。これだけを見ると、ギリシャのCDS水準は、まるで債務不履行とユーロ圏離脱という最悪シナリオを織り込んでいっているかのようです。現実問題としてこの水準自体が過剰反応で投機的色彩が濃くなっているとの声の一部、市場参加者の間で聞かれます(図表②参照)。



出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

ユーロ圏での財政規律問題を受けて、円が投資家のリスク回避行動の逃避先になっているため円高が進んでいるとの議論があります。確かに過去の金融危機等のリスク回避局面において、円は逃避先となる傾向が強く見られます(図表③参照)。しかし、ギリシャの格下げが報じられた2009年1月以降の円の動きは過去のリスク回避局面と異なり、円が逃避先になっている兆候は見られません。また、ユーロ圏金融市場の信用不安の代替指標であるユーロ圏TEDスプレッド(3ヶ月ユーロ圏国債と3ヶ月Liborの金利差)が信用不安の落ち着きを示唆する中では、リスク回避からの円高議論も根拠が薄く、投機的な感が強く見えてしまいます(図表④参照)。



出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

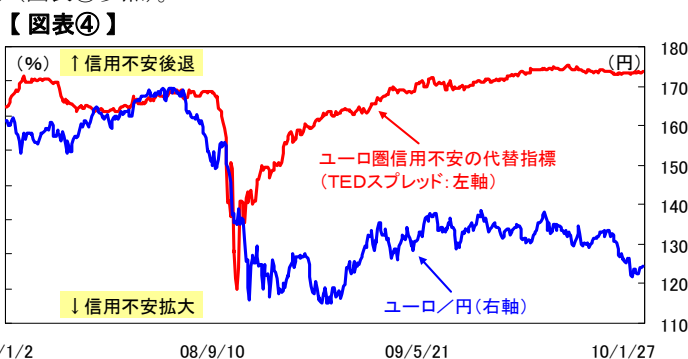
PIGS諸国(※)のうち、特にイタリア、ギリシャ、ポルトガルは、ユーロ加盟の恩恵をその金利低下効果によって受けてきました。つまり、ユーロ加盟国という信用のおかげで、国債の金利を独、仏並みに低く発行できるようになったのです。このため、ギリシャの債務不履行リスクが喧伝される中、PIGS諸国の国債利払い負担は実は、歴史的に見て低い水準に抑えられているのです(図表⑤参照)。仮にギリシャがユーロを離脱することになった場合、ユーロ加盟の恩恵を失うこととなり、同国の金利は急上昇し、当然、利払い負担は悪化することになります。つまり、ギリシャにとってはユーロ離脱は最悪シナリオであり、この回避が政治的至上命題であることは言うまでもありません。ギリシャは今後、財政規律改善へ過酷な道程を歩まねばなりません、長期的な観点に立てば、それは健全性を高めることにつながると考える市場参加者もいるようです。現状、ギリシャの財政規律のみに市場の目がゆき、ユーロ圏全体での財政状態に目が行かなくなっていますが、ユーロ圏政府債務の対GDP比は2010年予想ベースで83.8%(欧州委員会予想)と日本の227%や米国94%(共にIMF予想)と比較しても少ないことがわかります。また、2008年からの同上昇幅でも日米英よりも低いことがわかります(図表⑥参照)。

(※)財政規律が懸念されるポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインの4カ国。アイルランドを加えた5カ国でPIIGSとされる場合もあります。

【図表②】

	格付け(S&P社)	5年CDS(bp=0.01%)
ギリシャ	BBB+	351
ペルー	BBB+	134
ロシア	BBB+	185
ブラジル	BBB+	131
ハンガリー	BBB+	242
ブルガリア	BBB	259
ルーマニア	BBB-	274
エジプト	BBB-	267
トルコ	BB+	190
インドネシア	BB+	198
ベトナム	BB+	267
フィリピン	BB+	188
ベネズエラ	BB-	1,052
アルゼンチン	B-	1,110

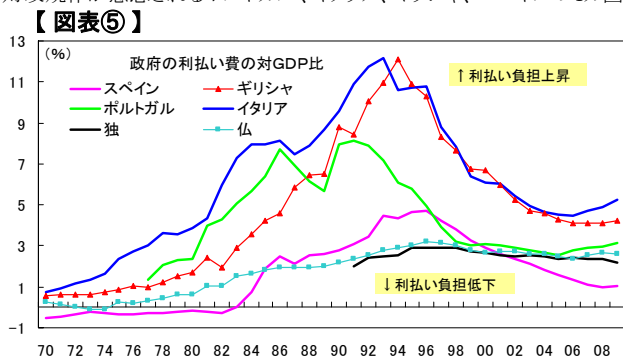
出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成



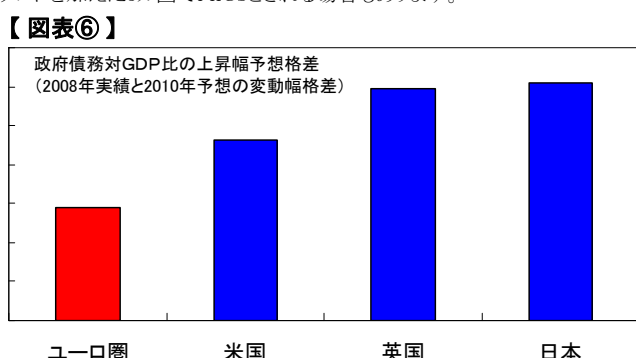
出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

PIGS諸国(※)のうち、特にイタリア、ギリシャ、ポルトガルは、ユーロ加盟の恩恵をその金利低下効果によって受けてきました。つまり、ユーロ加盟国という信用のおかげで、国債の金利を独、仏並みに低く発行できるようになったのです。このため、ギリシャの債務不履行リスクが喧伝される中、PIGS諸国の国債利払い負担は実は、歴史的に見て低い水準に抑えられているのです(図表⑤参照)。仮にギリシャがユーロを離脱することになった場合、ユーロ加盟の恩恵を失うこととなり、同国の金利は急上昇し、当然、利払い負担は悪化することになります。つまり、ギリシャにとってはユーロ離脱は最悪シナリオであり、この回避が政治的至上命題であることは言うまでもありません。ギリシャは今後、財政規律改善へ過酷な道程を歩まねばなりません、長期的な観点に立てば、それは健全性を高めることにつながると考える市場参加者もいるようです。現状、ギリシャの財政規律のみに市場の目がゆき、ユーロ圏全体での財政状態に目が行かなくなっていますが、ユーロ圏政府債務の対GDP比は2010年予想ベースで83.8%(欧州委員会予想)と日本の227%や米国94%(共にIMF予想)と比較しても少ないことがわかります。また、2008年からの同上昇幅でも日米英よりも低いことがわかります(図表⑥参照)。

(※)財政規律が懸念されるポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインの4カ国。アイルランドを加えた5カ国でPIIGSとされる場合もあります。



出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成



出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

ご留意いただきたい事項

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある資産を投資対象としており、基準価額は変動しますので、これにより投資元本を割込むおそれがあります。ファンドによって投資対象資産や投資規制、投資対象国などが異なるため、リスクの内容や性質が異なります。また、投資信託のお申込時、保有期間中、およびご換金時には費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料に記載されている各指数、統計資料等の著作権・知的財産権その他一切の権利は、各算出先、公表元に帰属します。
- 当資料に記載されている内容は発行日現在のものであり、今後予告なく変更される場合があります。投資に関する最終決定はお客様ご自身でご判断ください。
- 当資料のグラフ・数値等は過去の実績であり、将来の市場環境の変動や投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。



ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第369号
加入協会:(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会

