

2010年2月26日

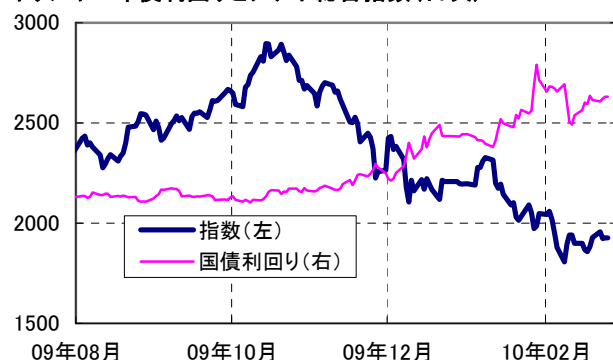
情報提供資料

「ギリシャ危機」と今後の見通し

<ギリシャ経済への警戒感が高まる>

2010年1月から2月にかけてギリシャの財政赤字に対する警戒感が高まり、ギリシャ国債が売られ、ユーロが下落しました。まず、これまでの動きを簡単に振り返ってみます。2009年12月に主要格付け会社が相次いでギリシャ国債の格付けを引下げたため、ギリシャ国債や株式、ユーロはいったん売られました(国債利回りは上昇)。その後、年末から今年初めにかけて市場が一時落ち着きを取り戻す場面もありましたが、1月中旬にギリシャ政府が欧州連合(EU)に提出した2010年の財政再建計画が市場の信任を得る内容のものでなかったことから、2月にかけて再度急落しました。

ギリシャ10年債利回りとアテネ総合指数(日次)



出所: Bloomberg

ユーロドル(日次)



出所: Bloomberg

4-5月に予定されている約200億ユーロの国債償還の資金をギリシャ政府は市場から調達しなければなりません。「償還のための資金を調達出来ずに債務不履行に追い込まれるのではないか」、更に「欧州連合(EU)がギリシャ支援を見送り、ギリシャはユーロ離脱を余儀なくされるのではないか」などの憶測が広がったことが、1月から2月にかけての急落の原因となりました。

<足元の市場は落ち着きを取り戻す>

ただし、足元の市場はやや落ち着きを取り戻しています。2月11日のEU首脳会合及び16日のEU財務相理事会では、一部に期待感があった具体的なギリシャ支援策の発表はありませんでしたが、それでもレーン欧州委員(経済、通貨担当)が「欧州中央銀行(ECB)や国際通貨基金(IMF)と協力して(ギリシャの財政再建状況を)監視し、必要ならばさらに支援する用意がある」(日本経済新聞、2月17日)と述べるなど、EUが今後もギリシャの財政再建に関与することが確認されたためです。これにより、目先は「債務不履行」や「ユーロ離脱」などの最悪シナリオは避けられたと安心感が市場で広がったと思われます。

もっとも、ギリシャ国債・株式共に下げ止まったとは言え反発力は弱く、投資家は決して先行きを楽観視している訳ではありません。したがって、当面の市場については、ギリシャ政府が今後打ち出してくる赤字削減策やそれに対するギリシャ国民の反応、EUの対応などを見ながら、上下どちらに振れる可能性もあると想定しています。

■当資料は情報提供を目的として大和住銀投信投資顧問が作成したものであり、特定の投資信託・生命保険・株式・債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料は各種の信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・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今後の見通し・コメントは、作成日現在のものであり、事前の予告なしに将来変更される場合があります。■当資料内の運用実績等に関するグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。■当資料内のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。



大和住銀投信投資顧問

Daiwa SB Investments

大和住銀投信投資顧問株式会社
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第353号
 加入協会 (社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会

Market Report

<財政再建計画が鍵>

今後の日程で注目されるのは、3月16日までに提出が義務付けられている2010年の財政再建計画(行程表)です。ギリシャ政府は今年の財政赤字(名目GDP対比)を昨年の12.7%から8.7%に削減することを目指していますが、そのために必要な具体的な歳入増、歳出減の措置をまとめたもので、これがギリシャの財政再建に関して市場の信頼を得ることが出来るかどうかのポイントとなります。もっとも実際には、行程表の提出に先立ってギリシャ政府が赤字削減の具体策を順次公表、それに対する市場(及び国民)の反応を見ながら、また具体策を練り直すという過程になると考えています。

ギリシャの財政再建に関する今後の日程

月日	内容
2月末	ギリシャ、公務員手当て削減法案可決期限
3月16日	ギリシャ、10年財政再建目標達成のための行程表提出期限
3月16日	EU財務相理事会(Ecofin)
3月25日	EU首脳会合
3月末	ギリシャ、累進所得税導入、控除税廃止、固定資産税引き上げなどの税制改正法案可決期限
4月17-18日	非公式EU財務相理事会
4-5月	200億ユーロのギリシャ国債が償還
5月15日	ギリシャ、11年以降の行程表提出期限

出所:各種資料より大和住銀投信投資顧問作成

ギリシャの2010年財政安定・成長計画

項目	100万ユーロ	対GDP比
歳入増	7,740	3.2%
税率見直しと税控除廃止	1,100	0.5%
脱税防止策	1,200	0.5%
社会保証料未払い防止策	1,200	0.5%
その他	4,240	1.7%
歳出減	1,825	0.8%
公務員の給与控除削減	650	0.3%
社会保障制度補助金削減	540	0.2%
その他	635	0.3%
合計(財政赤字削減額)	9,565	3.9%

出所:「ユーロウィークリー」シティグループ証券、1月19日

この過程を巡って3つのシナリオが考えられます。第一は、「ギリシャ政府が順次打ち出す具体策が市場の信頼を得て、市場からの資金調達が可能になる」との楽観シナリオです。この場合は、EUの財政的な支援がなくとも、ギリシャ国債や株式、ユーロは行程表提出に向けて上昇することになります。

第二は、「ギリシャ政府が順次打ち出す具体策は当初市場の信頼を得ることが出来ないものの、最終的には思い切った赤字削減策が行程表に盛り込まれ、市場からの資金調達が可能になる」とのシナリオです。この場合は、当初は国債や株式、ユーロが一段と売り込まれますが、市場からの圧力を受けてギリシャ政府がより厳しい赤字削減策を打ち出すことにより、行程表提出を待たずに反発に転じることとなります。この場合もEUの支援は不要です。

第三は、「ギリシャ政府の具体策は、行程表そのものも含めて市場の信頼を得ることが出来ず、EUはより厳しい赤字削減策の採用を条件に財政的な支援に乗り出す」との悲観シナリオです。この場合、EUの支援策が発表されるまで市場の下落が続く、いわゆる「催促相場」となり、支援の発表を待って漸く底入れすることとなるでしょう。

<シナリオは第二か第三に>

3つのうち第一のシナリオは可能性が低く、第二か第三のどちらかと思われます。その他に、「ギリシャ国民の強い反対にあって行程表を作成できず、パンドレウ内閣は総辞職」、「EUがギリシャ支援で結束できず、支援は見送り」などのサブシナリオも考えられますが、可能性はかなり小さいと見ています。行程表が市場の信頼を得るためには、確実に赤字削減に繋がる歳出削減や増税を多く盛り込むことが必要です。1月にギリシャ政府が提出した今年の財政赤字削減計画では、削減予定額95.7億ユーロのうち歳入増が77.4億ユーロ(全体の81%)、歳出減が18.3億ユーロ(19.1%)となっていますが、歳入増の中で比率が高いのは「脱税防止策」、「社会保証料未払い防止策」なので、これでは市場の信頼は難しいと思われる。

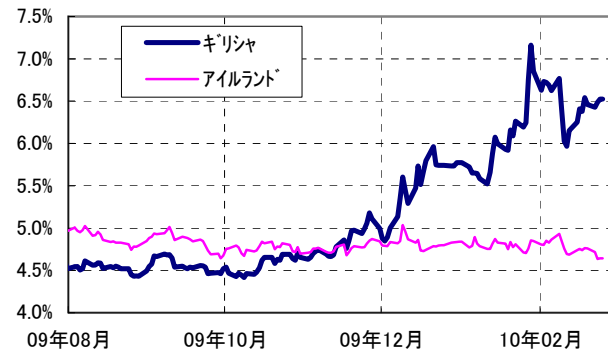
<今後の見通し～アイルランドとの比較>

参考になるのはアイルランドの事例です。名目GDP対比11.7%(2009年)と巨額の財政赤字を抱えるアイルランドの国債利回りは、2009年秋までギリシャのそれを上回っていました。当時のアイルランドについては、「アイルランドやギリシャといった国は、来年には救済措置や欧州経済通貨同盟(EMU)脱退さえ起こる可能性がある」(スタンダード・バンク、バロウ氏、ブルームバーグ、2009年12月11日)との指摘もありました。

■当資料は情報提供を目的として大和住銀投信投資顧問が作成したものであり、特定の投資信託・生命保険・株式・債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料は各種の信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・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今後の見通し・コメントは、作成日現在のものであり、事前の予告なしに将来変更される場合があります。■当資料内の運用実績等に関するグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。■当資料内のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

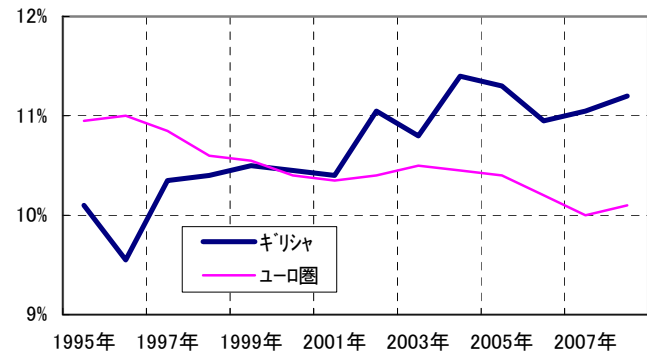
Market Report

ギリシャ/アイルランド10年債利回り(日次)



出所: Bloomberg

政府の賞金支出の対GDP比(年次)



出所: OECD

しかし、その後はギリシャの国債利回りが一段と上昇したのに対し、アイルランドの国債利回りはむしろ低下しています。これは、政府が発表した2010年度の財政方針が市場に好感されたためですが、この中には「(首相を含む)主要公務員の給与を20%削減したほか、福祉支出も最高で10%カット」(日経ヴェリタス、1月20日)、「家庭や企業で使う燃料を対象に炭素税を導入」などの施策が盛り込まれています。ギリシャもこうした施策を積極的に盛り込むことが出来れば前述の第一のシナリオ、市場の圧力に押されながらも自発的に盛り込めば第二のシナリオの可能性が高くなるでしょう。

勿論、こうした痛みを強いる施策を国民に受け入れてもらうことは簡単ではありません。2月24日の主要労組による歳出削減や増税反対を掲げたストライキには「300万人が参加した」(日本経済新聞、2月25日)と言われますが、この観点からすれば第三のシナリオの可能性が高く見えます。

しかし、一方で「地元紙が今月掲載した世論調査によると政権支持率は7割で、なお高い人気を維持している」(日本経済新聞、2月25日) そうですし、その「首相や財務相の本気は評価できる」(三菱UFJ証券、中沢氏)との声もあります。危機感を訴えて、根強く国民を説得すれば道は開けるかもしれません。特に、財政赤字拡大の一因が1995年の公務員の給与増加にあることから公務員の給与に対する批判は強いことを考えると、その削減は国民の支持を受けやすいと思われます。こうした理由から第二のシナリオの可能性も無視できないと見ています。

<ギリシャの市場での評価>

最後になりますが、現在の市場はかなり悪いシナリオを織り込んでいると見ています。例えば、AAA(S&Pによる)のドイツ国債とBBB+のギリシャの利回り較差(2月25日時点)は335bp(=3.35%)ですが、これは米国の国債と社債で言うと投資不適格のBB+に相当します。単純に言えば、ギリシャ国債はあと3回の格付け引き下げを織り込んだ水準で取引されていることとなります。

また、米国シカゴマーカンタイル取引所の通貨先物取引のポジション(投機筋)を見ると、2月16日現在でドルに対して差し引き約5.9万枚のショート・ポジション(売り持ち)です。このユーロ・ショートの規模は1999年以来最大で、それだけユーロの下落を予想している投資家が多いことを物語っています。投資家心理が弱気に偏っている訳なので、前述のどのシナリオになるにしろ、いったん流れが変わった時はかなりの規模の買戻しが予想されます。そういう意味では悲観シナリオを想定するにしても、上振れリスクには注意が必要と考えています。

参考文献

「ユーロウィークリー」(シティグループ証券、2010年1月19日-2月8日)、「外債投資ウィークリー」(三菱UFJ証券、1月15日-2月19日)

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.20750%（但し、最低 2,625 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会 : 日本証券業協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会