

2010年5月24日

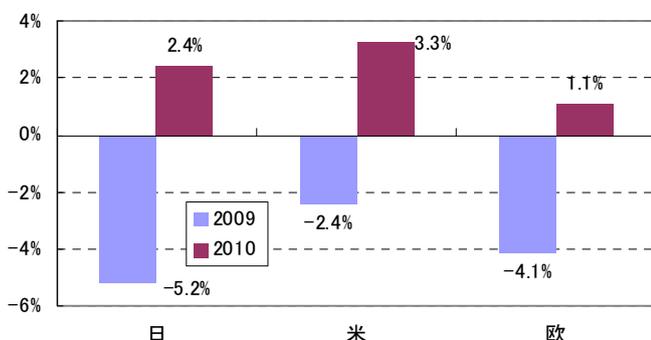
情報提供資料

欧州財政問題と株式市場

<足元のマーケットの状況について>

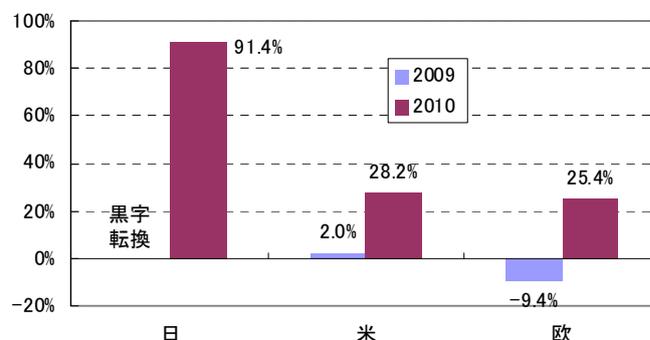
5月に入って世界的な株価の下落が続いています。この株価下落の理由として、中国の引き締めや米国の金融機関への規制強化などに対する懸念も挙げられますが、最大の要因は欧州の財政問題と考えられます。足元の景気や業績が悪化している訳ではありません。2010年の主要国・地域の経済成長率はいずれもプラス転換が見込まれ、かつ日米については見通しの上方修正が続いています。また、企業業績も今年は大幅増益の予想です。よって足元の株価下落は景気や業績など実態面ではなく、投資家心理の悪化によって引き起こされたと考えていますが、この投資家心理悪化の主因となっているのが欧州の財政不安です。

主要国の経済成長率見通し(暦年)



出所: Consensus Forecasts、欧州はEU加盟国合計

主要国のEPS伸び率見通し



出所: IBES、大和総研、欧州は除く英国

<ユーロ諸国の国債の相場について>

もっとも、欧州諸国の財政に対する不安は既に薄らぎつつあると見ています。5月10日(日本時間)の最大7500億ユーロ規模の緊急融資制度の創設などの発表以降、ギリシャやポルトガルの10年債利回りはピークから大きく低下、中央銀行の購入があるにしても、落ち着いた動きを続けていることがそう考える理由です。

ギリシャ及びポルトガル10年国債利回り(日次)



出所: Bloomberg

ユーロ圏諸国の財政赤字見通し(対名目GDP比)

	欧州委員会予想			追加削減策を反映		
	09年	10年	11年	09年	10年	11年
ギリシャ	-13.6%	-9.3%	-9.9%	-13.6%	-8.1%	-7.6%
アイルランド	-14.3%	-11.7%	-12.1%	-14.3%	-11.6%	-10.0%
ポルトガル	-9.4%	-8.5%	-7.4%	-9.4%	-7.3%	-4.6%
スペイン	-11.2%	-9.8%	-8.8%	-11.2%	-9.3%	-6.0%
ドイツ	-3.3%	-5.0%	-4.7%	-	-	-
フランス	-7.5%	-8.0%	-7.4%	-	-	-
イタリア	-5.3%	-5.3%	-5.0%	-	-	-
ユーロ圏合計	-6.3%	-6.6%	-6.1%	-	-	-

出所: 欧州委員会(10年4月)、三菱UFJモルガン・スタンレー証券

■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

市場でも「債務不履行(デフォルト)」の声は聞こえなくなって来ました。1月から2月にかけてギリシャ国債が売られた時は、「4-5月の約200億ユーロの国債償還の借り換えができずデフォルトに陥る」と言われました。これに対して3月25日の欧州連合(EU)サミットで450億ユーロの支援が合意されると、次は「今後2-3年を考えるとこれでは足りない」となり、更に5月2日に2012年までの3年間で1100億ユーロの支援策が打ち出されると、今後は「ポルトガルやアイルランド、スペインなども考えるとまだ足りない」という声が出ました。対策が出る毎に市場では「これでも足りない」との声が繰り返されてきました。

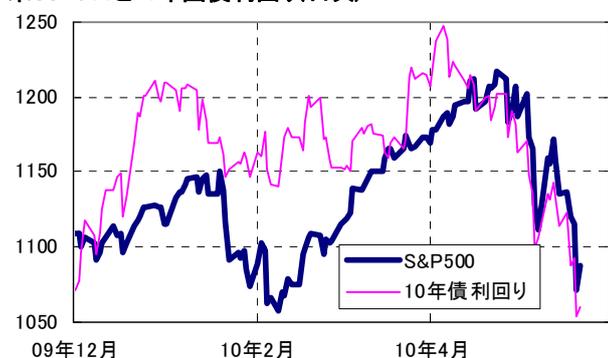
しかし、5月10日以降はこうした声が聞こえなくなりました。代わって株価下落の理由として言われているのは、「財政再建が実行されるかどうか不透明」、「財政再建が実行されれば欧州の景気が悪化する」、「各国政府の足並みが揃っていない」などです。7500億ユーロの融資制度を打ち出すことにより、ユーロ圏全体として「政府のデフォルトは絶対させない」との姿勢を示しているため、今後1-2年程度の間での財政破綻は可能性が低いと思われます。

<ユーロ圏諸国の財政赤字と相場への影響について>

ギリシャの財政再建への取り組みはこれからですが、ギリシャのパパコンスタンティヌ財務相が「当初4ヶ月(1-4月)の財政赤字削減額は・(前年比)41.8%」(ブルームバーグ、5月18日)、「残りの措置も進行中で、予定通りとなるだろう」(同)と述べていることを考えると、これまでの所は財政再建に順調に進んでいると思われます。また、財政再建による景気下押し効果も、ユーロ圏の景気を失速させる程のものではないと見ています。

欧州委員会によれば、ユーロ圏諸国合計の財政赤字が減少に転じるのは2011年からなので、当面の景気への影響は限定的となりますし、削減幅も0.5%(6.6→6.1%)とそれ程大きくありません。見通し公表後に打ち出された追加赤字削減策を反映させるとギリシャやスペインなどの削減幅はより大きなものになりますが、中核国であるドイツ、フランス、イタリアの財政赤字削減幅がわずかであるため、全体への影響は小さいと思われます。また、ユーロ安や欧州中央銀行(ECB)がこれまでと逆に非伝統的緩和策を強化していることも、財政再建による景気の下押し圧力を緩和する効果があるでしょう。

米S&P500と10年国債利回り(日次)



出所: Bloomberg

米S&P500のRSI(日次)

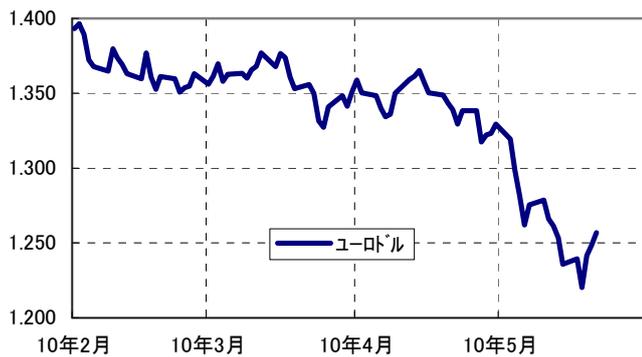


出所: Bloomberg、70を上回ると買われ過ぎ、30を下回ると売られ過ぎを示す

このように考えると株価が下落する理由は徐々に少なくなっているように思われます。しかし、実際には逆に株価下落は加速、先週の米S&P500は4.2%、日本のTOPIXは6.1%下落する一方で、「質への逃避」的な動きにより米国債は買われ、10年債利回りは過去1年間ではほぼ最低の水準となる3.2%まで低下しました。ただ、S&P500のRSIが一時30ポイント割れまで低下するなど、一部のテクニカル指標は株価の売られ過ぎを示しており、これが先週金曜日の米国株の反発に繋がっています。

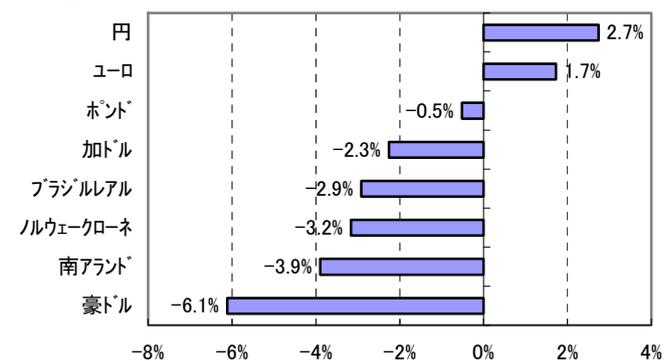
Market Report

ユーロドルレート(日次)



出所: Bloomberg

主要通貨の対ドル騰落率(5月17-21日)



出所: Bloomberg

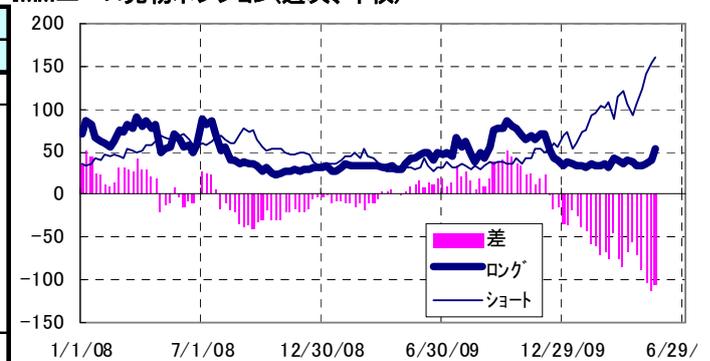
また、先行して売られた資産には下げ止まりを示すものも出てきました。前述のギリシャなどの国債もそうですし、ユーロも先週は対ドルで1.7%の上昇となっています。代わって為替市場で大きく売られたのは、豪ドル、南アランドなどの高金利通貨です。

日本の投資信託の通貨(国)別運用状況(債券、10億円)

	2009年		2010年			
	11月	12月	1月	2月	3月	4月
ユーロ計	4,512	4,447	4,150	3,779	3,636	3,382
ドイツ	689	672	640	599	591	614
フランス	730	735	677	612	598	578
イタリア	1,318	1,416	1,307	1,245	1,174	1,045
スペイン	456	487	450	424	387	332
ポルトガル	70	134	123	120	95	55
アイルランド	17	18	21	21	23	21
ギリシャ	274	54	46	40	45	35
全通貨	16,887	17,418	16,839	16,560	17,510	17,772

出所: 証券投資信託協会、上記以外の国もあるため、7カ国計はユーロ圏と一致しない

IMMユーロ先物ポジション(週次、千枚)



出所: Bloomberg、非商業部門

ギリシャの財政不安が浮上した2009年12月以来、投資家はユーロのポジション圧縮を続けてきました。日本の投資信託が保有するユーロ建て債券の規模は昨年11月末の4.5兆円から4月末の3.4兆円まで減少。また、米国の通貨先物取引のデータを見ると、2009年11月末時点でユーロは対ドルで1.8万枚のロング(買い持ち)となっていたが、5月11日には11.4万枚のショート(売り持ち)、過去最大のユーロショートを記録しています。

こうした機関投資家・投機筋の双方におけるユーロのポジション圧縮により、これ以上の売り余地が小さくなってしまったことが、先週のユーロの反発に繋がった可能性があります。にもかかわらず、投資家が闇雲にリスク資産の売りを進めたことが、豪ドルなど欧州の財政問題と関係ない通貨の下落を引き起こしたと考えられますが、もしそうであれば市場のリスク回避は行き過ぎ、株式市場は売られ過ぎということになるでしょう。

<今後の見通し>

以上を整理すると、a.現時点では景気や企業業績に問題はない、b.ユーロ圏で今後1-2年の間に国家のデフォルトが発生する可能性は低い、c.足元のリスク回避的な動きは行き過ぎ、となるので、欧州の財政不安との観点からすれば今後株価は下げ止まり、反発に転じると予想されます。センチメントの問題なので落ち着くまでもう少し時間がかかるかもしれませんが、それでもギリシャなどにおける財政再建の進捗状況やドイツが打ち出したCDS取引などの規制に対する欧州全体としての議論の進展などに伴って、徐々に市場心理が改善して株価も上昇に転じると考えられます。

なお、欧州以外からの悪材料、例えば中国の引き締めの加速や米国の金融機関に対する規制強化などにより、世界的な株安が持続することはあり得ます。ただ、現時点ではこれはリスクシナリオであり、メインシナリオとしては欧州の財政への懸念後退に伴って株式市場は世界的に反発すると思われれます。

■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。

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、価格等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。

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