

## 欧州債務問題の最近の動向について

2012年1月13日

欧州債務問題は、今年も市場の最重要テーマの一つになりそうです。年明け早々、為替市場ではユーロ安が進行し、ユーロ円相場は2001年6月以来となる100円割れを記録する波乱の展開となっています。

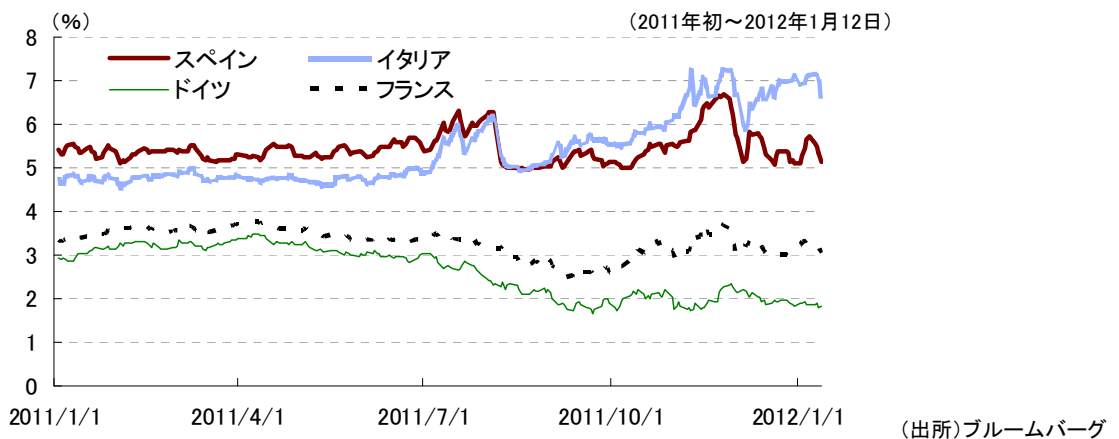
### <問題の発端>

欧州債務問題の本質は、統一通貨・金融政策の下で促された資金流入に安易に依存して、財政再建・構造改革を怠った周辺国の財政破綻と、ユーロ圏各国の経済格差の不可逆的な拡大です。政府債務の持続可能性への懸念から、国債利回りが一度跳ね上がってしまうと、利払い負担の増加を通じて政府債務の持続可能性がさらに悪化する負の循環に容易に陥ってしまいます。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは、放漫財政、金融バブルの崩壊、慢性的な低成長など、その要因は各様ながら、政府債務が増大する中、多額の対外債務を抱えている事情もあり、自力での資金調達が実質的に不能となったことから、2010年5月にはギリシャが、同11月にはアイルランドが、2011年5月にはポルトガルが、EU(欧州連合)/IMF(国際通貨基金)の支援を仰ぐことになりました。ただし、3カ国を合算してもGDP(国内総生産)でユーロ圏全体の6%強を占めるに過ぎず、同問題が3カ国にとどまる限り、ユーロ圏全体の金融システムや実体経済への影響は比較的限られると理解されました。

### <イタリア・スペインへの波及>

しかし、昨年8月に欧州債務問題がイタリア・スペインに波及してからは、正に危機的様相を強めています。7月のユーロ圏首脳会議でギリシャの第2次支援が合意された際に、「自発的」との建前ながら、実質的な「債務再編」の方針が決定されたことで、イタリア・スペインについてもその可能性を限定的にせよ市場が織り込んだものと思われます。とりわけ、国債発行残高が約1.9兆ユーロとユーロ圏最大で、対GDP比で約120%にも及ぶイタリアは、長期にわたる前政権下での構造改革の停滞とも相まって、スペインとは対照的に、政府債務の持続可能性への懸念が和らぐことなく、10年国債利回りは7%を上回る水準で越年しました。

欧州各国の10年国債利回りの推移



### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

■当資料は、大和証券投資信託委託株式会社により作成されたものであり、投資判断の参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的とした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・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は大きく変動します。また、新興国には先進国とは異なる新興市場のリスクなどがあります。したがって投資元本が保証されているものではありません。■特定ファンドの取得をご希望の場合には「投資信託説明書(交付目論見書)」を販売会社よりお渡しいたしますので、必ず内容をご確認いただき、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。

販売会社についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00～17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>

## <新たな「財政協定」の締結で合意>

ユーロ圏内では、為替調整メカニズムが働かない上、周辺国ほど市場(調達)金利が高いため、ユーロ圏内の経済格差の縮小はほぼ不可能と思われます。よって、欧州債務問題の根本的解決策としては財政統合、すなわち中核国から周辺国への所得移転しかないと思われます。しかし、国家主権の一部を放棄することになる財政統合は容易でないため、次善の策として、中核国が周辺国の信用コストを(部分的に)負担するユーロ共同債の発行が模索されています。欧州委員会は昨年11月に「ユーロ共同債に関する報告書」を初めて公表しました。ユーロ共同債の前提として、ドイツをはじめとする中核国がユーロ圏各国の財政状況の収れんを求めるのは当然で、その後12月のEU首脳会議では財政規律・監督の強化を目的に新たな「財政協定」の締結が合意されました。年明け後の独仏首脳会談では、「財政協定」を予定通り今年3月までには締結するとの方針が確認されたことで、長期的な道筋の端緒は付いたこととなります。

## <ギリシャの第2次支援>

しかし、眼前の問題を解決するためには当面の手立てが不可欠です。政府債務に関する眼前の問題は、ほぼギリシャとイタリアの資金繰りに絞られます。2010年5月に決定された第1次ギリシャ支援はギリシャが2012年から国債市場へ復帰することを前提としていたものの、現状では市場での調達は困難であり、第2次支援が実施されなければ、3月20日(現地、以下同様)の144億ユーロの国債償還が危ぶまれる状況です。第2次支援の前提として、民間部門が保有する国債については、元本の50%削減が昨年10月のEU・ユーロ圏首脳会議で合意されていますが、交換する新たな債券の条件面で、金融機関とギリシャ政府との間で協議が難航している模様です。しかし、ギリシャが「無秩序な」デフォルト(債務不履行)に陥った場合の影響の甚大さに鑑みれば、最悪の事態を回避すべく、民間部門の負担に関して当事者間で折り合いが付き、第2次支援の実施に至るものと考えられます。

## <イタリア国債の大量償還>

ギリシャは結局、民間部門の負担を伴う債務再編を余儀なくされましたが、これは首脳会議でも確認されている様に、(当面は)唯一の例外と認識してよいと思われます。少なくとも、ユーロ圏最大の国債発行額を誇るイタリアの債務再編は、その影響が計り知れず、そのため、2月1日の258億ユーロから始まる2~4月のイタリア国債の大量償還でも、不測の事態が生じない様な手立てが講じられると思われます。イタリア国債の利回りがさらに上昇する様であれば、ECB(欧州中央銀行)による積極的な介入が考えられます。また、EFSF(欧州金融安定基金)は流通市場だけでなく、発行市場での国債購入も機能として有していますし、IMFも短期の融資制度を備えていますので、それらを展開する可能性もあります。恒常的な支援でなければ、EFSF、IMFとも当座の資金を十分持ち合わせています。もちろん、市場の不安心理の沈静化を図るには、EFSF、IMFに多額の資金枠を積み増すことが効果的と思われ、この点での進捗も期待されます。すでに、ユーロ圏周辺国支援を念頭に、ユーロ圏各国からIMFへの1,500億ユーロの融資が昨年12月のユーロ圏財務相会合で合意されています。ギリシャ国債の償還と合わせて、1-3月期中に眼前の問題の解決が見通せる様になった段階で、市場は小康を得ると期待されます。

## <ECBによる銀行の資金繰り支援>

銀行の資金繰りについては、ECBが昨年12月の理事会で、ユーロ圏の銀行に対して、担保の範囲内であれば銀行の希望する満額をECBが政策金利で貸し出す期間を最長36カ月まで拡大し、担保の適用基準も緩和するなど、大胆な措置を打ち出しました。すでに初回の貸出が実施され、その金額は4,892億ユーロにも膨らみました。2012年は多額の銀行債の償還が予定されている中で、銀行の資金繰りを万全にするための措置です(銀行がECBから借り入れた資金をイタリア・スペイン国債に投資する副次的効果もあります)。2月には2回目の貸出も予定されており、大手行の突然の破綻の可能性はほぼ排除されたと考えられます。

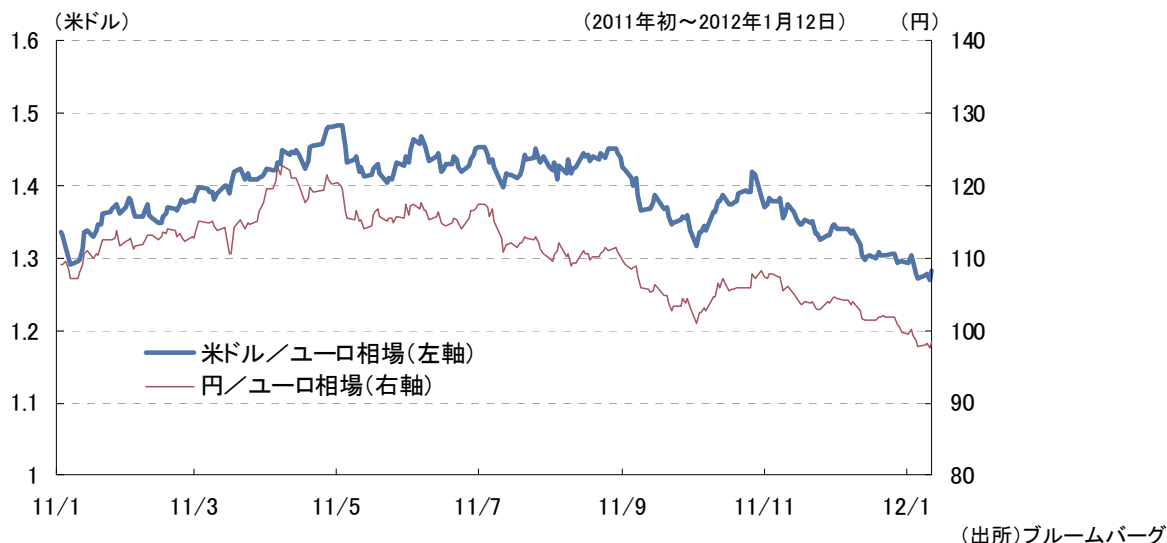
## <2012年のマイナス成長は想定内>

それでも、銀行の資本増強の面での課題は残ります。すでに昨年10-12月期にユーロ圏はマイナス成長に陥った公算が大きく、当面は景気後退を避けられそうにない中で、銀行の不良債権の増加、収益の悪化が銀行の資本をき損する恐れがあります。もっとも、コンセンサスとして2012年は若干のマイナス成長が想定されており、景気悪化もある程度は織り込み済みと思われます。銀行がリスク資産の圧縮を進めるとしても、当局の方針もあり、景気に配慮して、ユーロ圏内での実施は限られそうです。また、周辺国の緊縮財政の規模は甚大ですが、ユーロ圏全体としては、2012年は最大でGDP比1%程度の財政引き締めにとどまりそうです。一方で、11、12月の連続利下げで政策金利を過去最低の1%としたECBには、インフレ率の低下を前提に、景気浮揚の面でも一段と積極的な対応が期待されます。同時に、欧州債務問題が小康を得、イタリア・スペインの国債利回りが低下してくれば、マインドの改善が景気回復の一助としても働くと思われます。

## <ユーロ反転の素地>

ECBの金融緩和は当初、ユーロ安要因として働くかもしれませんが、それが景気を浮揚させることで、また、1-3月期中にも欧州債務問題が期待通りに小康を得ることで、市場のリスク回避姿勢が緩和すれば、「質への逃避」としての米ドル需要は後退し、結果的にユーロの反転上昇につながる可能性が高いと考えられます。

### ユーロ為替相場の推移



以上

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

## 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。
- 債券を当社との相対取引によりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。円貨建て債券は、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。外貨建て債券は、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を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、外国債券の銘柄には、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、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会