

欧州経済ウォッチ (No.11-04)

中東 SWF も参加、加速する「ギリシャ」対応

2011年9月1日

広告審査番号 MFB156-110901-01

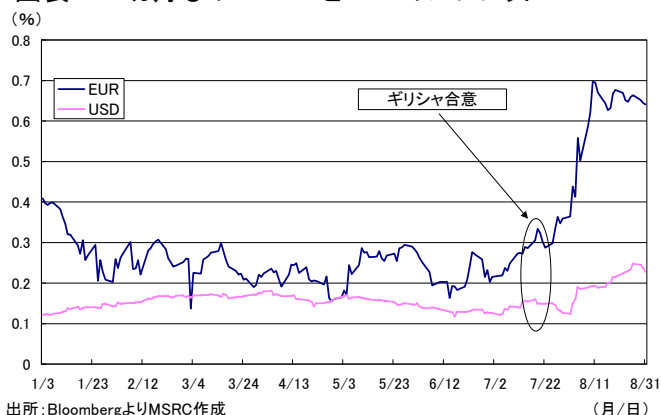
MSRC 審査番号 06-B-110901-02

投資調査部 小原 篤次
atsuji.ohara@rc.mhsc-g.com

□ギリシャの銀行再編始まる

欧州債務危機の震源地、ギリシャが動き始めた。8月29日には、ギリシャ第2位のEFGユーロバンク(EFG Eurobank)と同3位のアルファバンク(Alpha Bank)が、合併することで合意したと発表された。両行の総資産は1,458億ユーロで、最大手のナショナル銀行(National Bank Greece、総資産1,192億ユーロ)を抜き、南東欧で最大規模の銀行となる予定。新銀行にはカタールの政府系ファンド、カタール投資庁が増資に応じて、主要株主(17%)になると報じられている。また8月31日には、ギリシャ第4位のピレウス銀行(Piraeus Bank、総資産566億ユーロ)が、ギリシャ中央銀行の緊急流動性支援(Emergency liquidity assistance:ELA)を活用し、10億ユーロ程度を調達したとされている。さらに、チェコとロシアの投資家グループがすでにピレウス銀行の4%程度の株式を買い入れている。ギリシャ中央銀行のプロボポラス総裁は、流動性の問題を解決するための手段として、「銀行と海外の投資家の戦略的提携という方向は正しい」と発言している。7月に合意された総額1,090億ユーロの第2次ギリシャ支援では、200億ユーロ程度がギリシャの銀行向け支援に使われるとされている。ギリシャ中銀の資金供給は、ECBの資金供給より200bp高いものの、ピレウス銀行は一連のソブリン価格下げを背景に、ECBの資金供給オペレーションに差し入れる適格担保が不足し、ギリシャ中銀の支援メカニズムの利用を余儀なくされたという。ギリシャの銀行は6月末時点で、ECBより1,030億ユーロの資金供給を受けていた。ギリシャ財務省は欧州の銀行に対し、債券スワップなどを通じたギリシャ支援にどのような形で参加するか、9月9日までに報告するよう求めている。民間部門債権者は、総額370億ユーロのギリシャ支援策の一環として21%のヘアカット(元本削減)に応じることで合意している。

図表1 3か月ものLIBORとOISの спреッド



□懸念広げた7月合意、利下げの可能性は低い

2010年5月に合意したEUとIMFによる1,100億ユーロの支援に続き、ユーロ圏は7月21日の首脳会議で、民間部門の参加などを盛り込んだ第2次支援策で合意している。7月合意は、(1)欧州金融安定基金(EFSF)とIMFが2014年半ばまでに1,090億ユーロを融資、(2)ユーロ圏各国はギリシャ各銀行の資本を増強するため合計200億ユーロを拠出、(3)ギリシャ、アイルランド、ポルトガル3カ国向けEFSF融資条件の緩和、(4)EFSFと、2013年に発足する欧州安定メカニズム(ESM)に予防的な融資権限を付与、(5)民間投資家も債券スワップなどを通じた支援に参加などが骨子になっていた。EFSFとIMFによる1,090億ユーロの資金供与はギリシャの政府債務の3分の1に相当する。ギリシャの政府債務残高は2010年で3,285億ユーロでGDP比142.8%にのぼる。

7月に合意されたギリシャ支援で市場が懸念を強めたのは、ギリシャ危機が債券スワップなどを通じて、欧州の金融機関の信用不安に拡大するとのリスク・シナリオを想起したためである。米国議会での債務上限の引き上げ合意が難航している時期ともちょうど重なり合い、「負のシナジー効果」を遺憾なく発揮し、本来、安定した市場であるはずの金利や為替市場にボラティティを提供した。市場参加者が限られる時期に、2011年夏の危機シナリオとなり、極端な弱気ムードが市場に台頭したと筆者は感じ

ていた。ユーロ3ヵ月ものLIBORとOISのスプレッド(図表2)は6月末では0.2%に収まっていたが、ユーロ圏首脳会合を控えた7月18日に0.3%、米国債務上限合意がなされた8月2日には0.4%に突入していた。

政治家は政治哲学を持ち、その実現のために支持者の確保が必要であるように、市場参加者には、自己実現のために投資戦略やポジションがある。社会学者のロバート・マートンが1960年代に定義した「自己実現的予言(self-fulfilling prophecy)」が、幾多の通貨・金融危機を経て行動経済学的用語から市場の一般的な表現になってきた。また、独自の金融政策を放棄したのはユーロが初めてではない。固定相場制を維持し、資本移動が自由であれば、独自の金融政策は放棄せざるを得ない。香港のように米ドルペッグしている経済があり、米国と異なるマクロ調整に苦慮する(図3、図5)。

ユーロ支援の論理が理解されるには中長期的には、財政的な統合も視野に入れた「ユーロVersion2.0」を具体的な政策として実証していくしかないのだろう。ユーロは欧州における幾多の戦争を基礎に、為替変動相場制=ドル基軸体制など経済システムのパラダイムシフト、新興国(欧州から見ればかつての植民地)の台頭を視野に入れた総合政策である。EFSFの各国批准期限は10月末で、批准をめぐる各国政治家の発言が市場の変動要因になる。ただ、ユーロ圏とそれ以外に横たわる、ある種の相容れない利害の違いに比べれば、ユーロ圏内の相違点は、微妙な違いに見える。

□CPIは9ヵ月連続でECB目標を超える

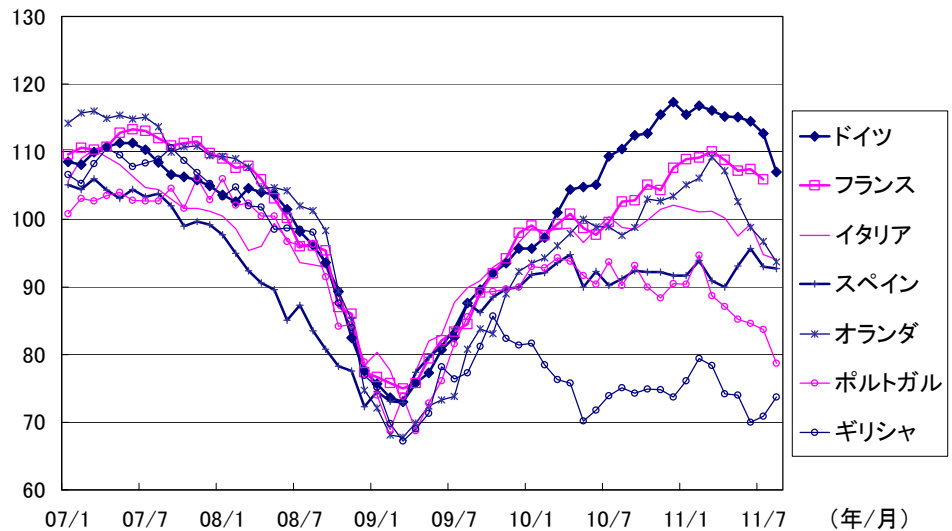
欧州の景気減速感が強まっている。8月30日に発表された8月のユーロ圏(17カ国)の景況感指数(Economic sentiment indicator)は前月比▲4.7ポイントで、98.3ポイントに大幅に悪化し、6ヵ月連続でマイナスを記録した。下げ幅としては1985年1月の統計開始以来4番目で、2008年12月以来の水準となった。

欧州最大の経済であるドイツは同▲5.7%で6ヵ月連続のマイナスで、2008年11月以来の下げ幅となった。ポルトガルも6ヵ月連続のマイナスで大きく下げている。ただ、7月に債務支援プログラムの枠組みが合意されたギリシャのほか、ルクセンブルグ、スロバキアはプラスとなった(図表2)。

ECBは7月7日の定例理事会で政策金利を25bp引き上げたものの、8月4日の定例理事会では、政策金利を1.5%に据え置き、期間6ヵ月の資金供給策を再開することを決定した。ECBは日米と違い、政策金利を下げる余地があり、欧州債務危機が金融機関の信用不安に飛び火する懸念がくすぶる中、利下げを期待する声も高まっている。

ECBは主要国中央銀行の中で、物価コントロールを政策目標として重視してきた。ユーロ圏の8月消費者物価上昇率速報値(図表3)は前月同様、前年比2.5%で、6月(2.7%)を下回ったものの、ECBが目標とする2.0%未満を、昨年12月以来、9ヵ月連続で上回っている。世界金融危機からの景気回復局面でのインフレ懸念というのは、相反する目標の達成を求められていることになる。ECBに限らずどの金融政策の担当機関にとっても、極めて悩ましい判断が求められてきたし、今後も求められる。ECBの場合、設立時点で2.0%未満という数値目標を明記している。CPIが、株価の上昇トレンドのように、じりじり連続して上昇してきたことは、基調の判断を容易にした面もある。景気減速が強まり、結果的

図表2 ユーロ圏：景況感指数



注：月データ、フランスの直近は2011年7月、出所：EU、DatastreamよりMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

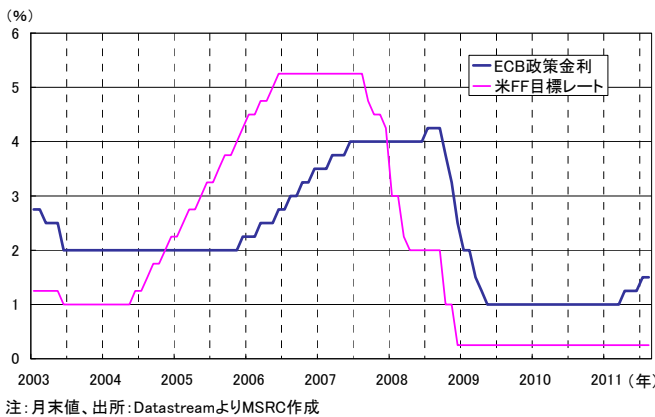
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

に金利の下げ余地をもってはいるが、インフレを主要目標と掲げている中、拙速な利下げを実施する可能性は低いと考えている。ただ、国債買い入れなどのオペレーションでの金融調整は機動的に続けられるだろう。中銀の過去の経験則からは政策金利の引き下げの緩和効果のラグは引き締め効果のラグより長いことが知られている。こうしたことから、ECBの利下げ決定には複数の政策理事会を経て慎重な判断がなされる可能性がある。

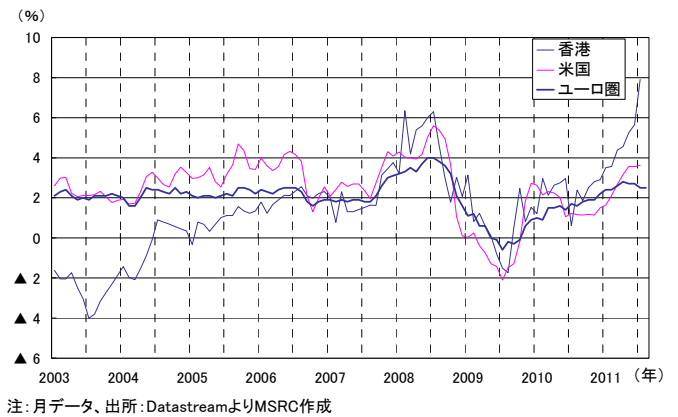
物価コントロールを優先する背景には、欧州の構造的に高い失業率が横たわっている。物価上昇は、失業給付や年金で生活している社会弱者に影響が大きいと考えられる。財政支出のウエイトが高い社会保障費は景気や物価が変動しても硬直である。

8月31日に発表された7月の失業率は10.0%となった(図表5)。2009年2月以降、9%以上の高い水準で横ばいにある。レイオフなど人材が流動化し、相対的に低福祉の米国に比べて、欧州は労働市場が硬直的な面がある。雇用統計の重要性は、異なる視点からも積極的に説明できる。製造業の淘汰や海外移転が進み、欧米は日本と比べても、サービス産業のウエイトが高まっている(サービス産業のGDP比、米国79.0%、ユーロ圏73.8%、日本71.5%、出所:ECB「Statistics Pocket Book」August 2011)。雇用の流動化や製造業の海外移転が進めば、米国以外の経済圏でも、雇用統計が示す消費の回復力は、景気判断を左右する重要な指標になっていくのだろう。

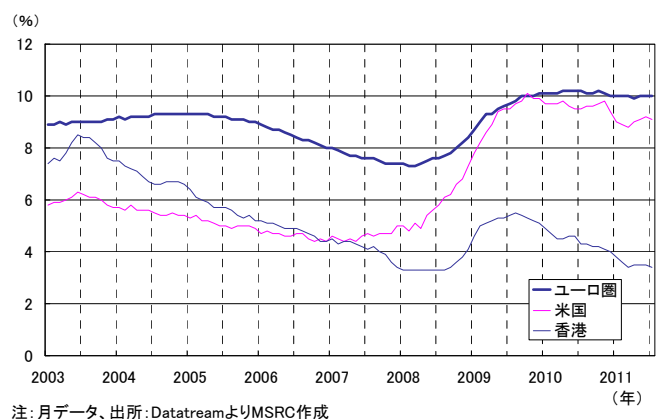
図表4 政策金利の推移(2003年以降)



図表3 CPIの推移(2003年以降)



図表5 失業率の推移(2003年以降)



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%[税込み]、最低2,625円[税込み]の委託手数料、投資信託の場合は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費用、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。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94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

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。