



一問一答:ギリシャ債務問題と外国為替相場

ギリシャ債務問題を巡る疑心暗鬼が、外国為替市場を徘徊する状況が続いている。特に最近では、ほぼ毎日のようにギリシャ債務問題を巡る一喜一憂劇が繰り返され、マーケット・トークの現場で主役級の取り扱いを受けるに至っている。

こうした現状に鑑み、以下では、①ギリシャ問題の現状と着地点、②当面の為替相場への影響、などについて、現時点での私見を整理しておきたい。

(問1)ギリシャ債務問題の現状をどうみるか？

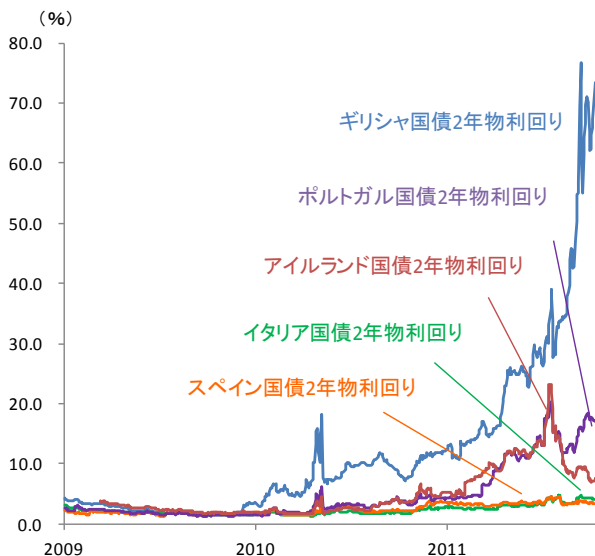
ギリシャの財政問題は煮詰まりつつあり、既に何らかの債務再編が不可避の状態になっている。ギリシャは昨年5月にユーロ圏諸国とIMF(国際通貨基金)から総額1100億ユーロの第1次金融支援枠を供与され、そこから既に5回もつなぎ融資を受けて1年以上も財政

再建に取り組んできたが、市場の信頼を取り戻すのに十分な財政赤字の削減は遅々として進んでいない。

昨日、EU(欧州連合)、IMF、ECB(欧州中銀)の合同調査団とギリシャ政府の協議がようやくまとまり、第6回目となる80億ユーロのつなぎ融資の供与がほぼ現実になったが、客観的にみて、「厳しい緊縮財政と引き換えにつなぎ融資を小出しにしてギリシャの自助努力を促す」という金融支援の仕組み自体が既に機能していない。現在、ギリシャは経済成長率▲5%台、失業率16%台の大不況に見舞われており、そんな国に緊縮財政を課すのは瀕死の病人に過酷なダイエットと激しい筋トレによる体力増強を強要するのと同じだ。やればやるほど状況が悪化してしまい、ギリシャの財政再建計画が画餅になってしまうのは自明の理である。

実際、ギリシャの国債利回りの推移をみると、昨年5月につなぎ融資による金融支援を開始した後むしろ上昇している。同国の2年国債の利回りが80%前後で推移している現状などからみて、市場は既にギリシャ政府が自力での債務返済能力を喪失していることをほぼ織り込んでいる。

ユーロ圏問題国の国債(2年物)利回り



(出所)ブルームバーグ

(問2)ギリシャの債務問題はとうとう着地するか？

最悪のシナリオはギリシャ政府による唐突な借金踏み倒し宣言だ。「もう無理だから借金は返せません」、「あとはどうにでもして下さい」とギリシャ政府に突き直されると、ギリシャ国債による損失拡大の疑心暗鬼が無秩序に拡散して金融市場が大混乱に陥る。これはさすがに回避せざるを得ないので、このシナリオの実現可能性は非常に低いと考えている。ただし、ギリシャ政府が既に自力で約束通りに既存の借金を返し切れなくなっているとみられる以上、今後何らかの債務再編によるギリシャの債務負担の軽減は不可避だ。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



よって、今後は如何に計画的かつ秩序ある形でギリシャ政府の債務再編を進めるかが焦点になる。要するに、これまでギリシャにお金を貸したり、その信用保証を請け負ったりしたユーロ圏諸国、国際機関、金融機関は、みんなで仲良く話し合っ、ギリシャの借金をある程度負けてあげるしか、問題解決の出口は見えてこないだろう。この場合、ギリシャにお金を貸した国や金融機関に損失が出てしまうのは不可避だが、計画的に被害を受け入れる分だけ、その後誘発される2次災害や風評被害を最小限に抑えるための善後策を講じることは可能だ。

当面は前述の「第1次金融支援枠を活用したつなぎ融資の継続」や「第2次金融支援枠の追加」などで急場を凌ぎつつ、①欧州金融安定基金(EFSF)の機能拡充、②ECBによる短期金融市場への流動性供給の強化や証券買い取りプログラム(SMP)を活用した不人気国債の買い取り継続、③欧州の銀行部門への公的資金注入、などの施策を総動員して金融不安の拡散を抑えるという状況が続くだろうが、これらはいずれもギリシャの借金の不良債権化に伴い発生する痛みや不安を緩和する鎮痛剤や精神安定剤に過ぎず、ギリシャ政府の債務返済能力そのものを向上させる施策ではない。最終的に何らかの形でギリシャの債務再編が実施されるまで、この問題は着地しないと考えられる。

(問3)ギリシャのユーロ圏離脱の可能性は？

一部ではギリシャのユーロ離脱の可能性も取り沙汰されているが、仮にギリシャがユーロ圏を離脱して旧自国通貨であるドラクマが復活したとしても、その場合ドラクマの暴落はおそらく確実なので、借金がユーロ建てのままだと返済負担は軽くないどころかむしろ重くなる可能性がある。

この場合、ギリシャ政府は結局「借金踏み倒し宣言」に追い込まれる可能性が高いため、それを回避するための善後策を債権者側が協議せざるを得ない状況は

何も変わらない。現時点における「ギリシャのユーロ離脱」は、問題の解決にはならないどころか、むしろ金融市場の一段の混乱を引き起こすとみられる。どのみち損失を避けられないのならば、債権者側にとって一番マシなのが、「計画的にみんなで損を分け合う」ことなので、最終的な着地点は多分、ギリシャ国債の元本カットを中心に、返済期限の延長なども絡めた債務再編になるだろう。為替の危機管理の観点からは、「自分達に都合の悪いことは絶対に起きない」と想定するのはタブーなので、「ギリシャのユーロ離脱は絶対に起きない」と決めつけるのは禁物だが、現時点ではその可能性は極めて低いと考えている。

(問4)ユーロ/ドルやユーロ/円への影響は？

ギリシャを巡る疑心暗鬼が為替市場を徘徊している間、ユーロは積極的には買い進めるのが難しい通貨になる。ギリシャの債務再編交渉が続いている間は、ユーロ/ドルやユーロ/円の上値は重く、折に触れて断続的な下落圧力がかかり易い展開が続くのではないかと。諸悪の根源にあるギリシャ債務問題に直接メスが入って、ギリシャ政府の自力資金調達再開による市場復帰の観測が現実味を帯びてこない限り、潜在的な金融不安の拡散リスクを根本から除去するのは容易ではない。

ギリシャに対する債務減免の金額が大きければ大きいほど、たとえそれが計画的に実施されるにしても、その分だけ貸し手側での損失処理負担は大きくなるので、ユーロ圏景気への下押し圧力も強くなりそうだ。あくまで私見だが、ギリシャ政府が事実上ほぼ死に体だったにもかかわらず、今年の4月と7月にECBが実施した利上げはやはり「勇み足」だったと考えている。今後、ECBが政策金利の引き下げに動いた場合、ドイツと米国の国債利回りの格差が縮まって、ユーロ/ドル相場には下落圧力がかかるだろう。

ギリシャ政府にお金を貸した債権者集団が、きちんと気持ちを整理してある程度思い切った債務減免を認

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



めるまでには、まだ紆余曲折もあって時間がかかりそうなので、ギリシャ債務再編計画の全貌が明らかになるまでの間は、前述の各種対症療法に絡んだ一時的な朗報などを背景にユーロが買い戻されても、すぐに売り圧力に晒され易い状況が続きそうだ。

今年の早春、ECBが利上げに動く前のユーロ/ドルは1ユーロ=1.30ドル台を割り込む水準で推移していた。仮にこの辺りまでユーロ/ドルの下値が拡がるとみた場合、ドル/円相場が現状の76-77円台の水準をキープしていたとしても両者の掛け算で計算されるユーロ/円は100円割れのリスクに晒されることになる。個人的には、今後ユーロ/ドルは1.30割れ、ユーロ/円は100円割れのリスクがまだ残っていると考えている。

(問5)ギリシャ債務再編実施後、ユーロは買いか？

もちろん、ギリシャの債務再編交渉がまとまった暁には悪材料出尽くしで、投機筋のユーロ・ショート巻き戻しなどからユーロの買い戻しが加速する可能性がある

る。ただ、それがユーロ・ロングの膨張を伴う力強いユーロ高トレンドに発展するかどうかは慎重に判断すべきだろう。チェック・ポイントを2つ挙げておきたい。

第1は、ギリシャの債務再編によって、借金の返済負担が十分に軽減されたかどうかである。「ここまで借金を負けてもらったので、あとはギリシャ政府の自助努力で何とかなる」との期待がマーケットに拡がらない限り、ギリシャの市場復帰は実現しないからだ。今後、何らかのギリシャ債務再編が実施された場合でも、中途半端な債務負担軽減の結果、ギリシャ政府が自力では返し切れない借金が残った場合、しばらく時間が経つと、また同じことの繰り返しになる可能性がある。

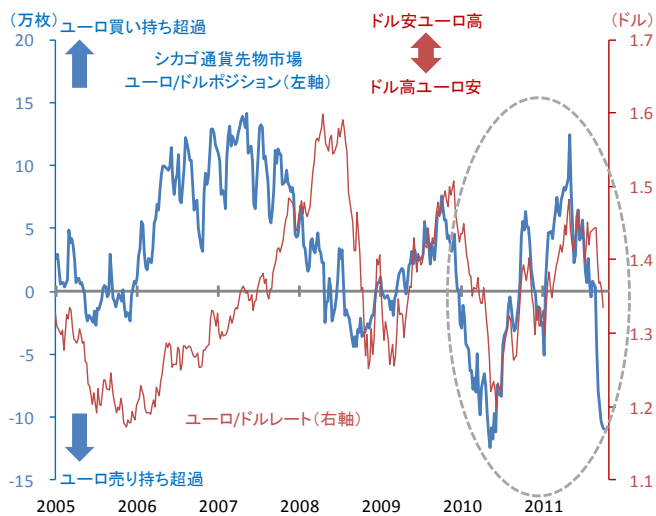
第2は、ギリシャ以外の国々への不安の連鎖が止まるかどうかだ。ギリシャの債務再編で損失を被る金融機関への資本注入などでユーロ圏各国の財政赤字が一時的にせよ拡大すると、ポルトガル、アイルランドだけでなく、スペインやイタリアなどの大国にも信用不安が飛び火してギリシャ以外の重債務国の問題が新たな

独米2年国債利回り差とユーロ/ドル相場



(出所)ブルームバーグ

投機筋持ち高とユーロ/ドルレート



(注)通貨持ち高は2011年10月4日時点の非商業筋と非報告筋の合計
(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



ユーロ安圧力を育む温床になるリスクがある。これを防止するには、現在ユーロ圏諸国が検討しているEFSFの機能拡充などが必要だが、それが間に合わない、あるいは不十分だと市場に認識された場合には、自然体ではまともな金利がつかない不人気な問題国の国債をECBが買い支え続けるしかなさそうだ。

(問6)ドル/円への影響は？

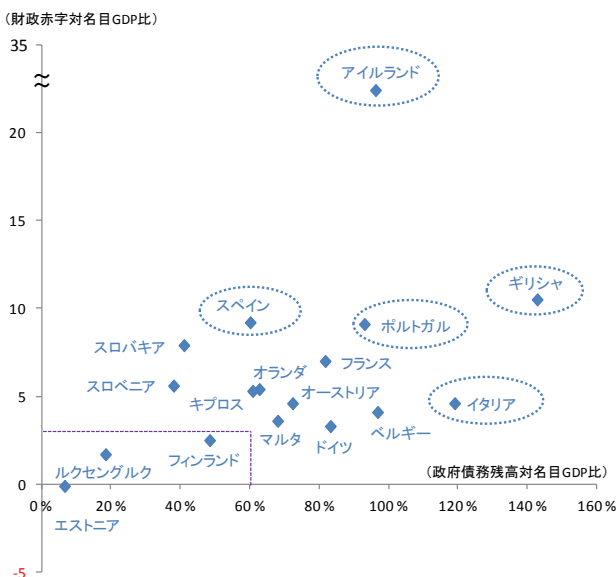
欧州債務問題によるユーロ安圧力の台頭は、現状ではドル/円相場に対して中立的な要因だと思っている。ユーロ圏の債務不安に根差したユーロ弱気論の強まりは、ユーロ/円市場では円高圧力となるが、ユーロ/ドル市場ではドル高圧力を発生させるからだ。通常、市場のリスク許容度が削り込まれる時期に日本円は買われやすい通貨になるが、リーマン・ショックのときと違い、今回の金融不安の源は米国ではなくユーロ圏にあるため、外国為替市場での不美人投票の主役はあくまでもユーロであり、ユーロが売り込まれる際にはドルも円も

買われる通貨になっている。全く同じような現象は、欧州債務懸念が緩和するときにも観察されており、例えばECBによる緊急流動性供給策の発表や、欧州銀行部門への資本増強策への期待などからユーロが買い戻される際には、ユーロ/ドルでのドル安とユーロ/円での円安がほぼ同時に引き起こされて、ドル/円相場への影響は相殺されている。

ただし、ユーロ圏の債務不安の影響で、米国経済にまで腰折れ懸念が発生し、ユーロ圏だけでなく米国でも追加金融緩和期待が出てきたら話は変わってくる。再三指摘してきたことだが、ドル/円相場の骨太の方向感を決める本筋の材料は、米国の金融政策であり、今後ユーロ圏発の景気下振れリスクに対処すべく、米連邦準備制度理事会 (FRB) が量的緩和第3弾の追加を余儀なくされるような事態になった場合は、ドル/円相場の不思議な均衡状態が崩れるだろう。

ただし、結局それをどこで判断するのかと言えば、やっぱり米国の経済指標になる。このため、ドル/円相

G7とユーロ圏諸国の財政状況(2010年)



(注) 財政赤字3%、政府債務残高60%は安定成長協定でユーロ導入国が満たすべき基準とされる数値
 (出所) 欧州委員会統計局 (Eurostat) 2011年4月26日発表資料およびIMF「World Economic Outlook」Database, September 2011

米国の金利水準とドル/円相場



(出所) ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



場の大局観を涵養するに際しては、引き続き地道な米国経済の観察活動に軸足を置いて判断するのが妥当なのではないか。

(問7) 欧州債務懸念で他に注目すべき通貨ペアは？

ユーロ/スイスに注目したい。9月6日のスイス中銀(SNB)による無制限フラン売り介入宣言以降、ユーロ/スイスはスイス中銀がフラン高防衛線として設定した1ユーロ=1.20フランを超えて推移しているが、個人的にはこの政策の成否は今後の欧州債務問題の行方にかかっていると思っているからだ。

歴史的なフラン高の原因が「スイスフランの強さ」にあるのなら、SNBによる自国通貨高対策の強化によってフラン高を抑止し続けることも可能かもしれないが、既往のスイス高・ユーロ安の主たる原因が「ユーロの弱さ」にある以上、SNBの単独為替介入だけでそれを止め切れるかは疑問な面がある。もちろん、SNBが今回提示した「無制限フラン売り介入宣言」は、自国通貨高

に対するスイス当局の激しい嫌悪を表現する手段として相当思い切った施策であり、短期的には絶大なアナウンスメント効果を発揮しているが、その効力の賞味期限を盲目的に過信するのは危険だ。

例えば、かつてユーロが誕生する前の欧州には為替レートメカニズム(ERM)と呼ばれる為替相場の安定を目的とする仕組みが存在していた。当時のERMはドイツマルク、フランスフラン、英国ポンド、イタリアリラなど、加盟国通貨間のヨーロッパン・クロス相場に対して中心レートを定めて±2.25%の狭いレンジに収めることを目的とする制度であったが、1990年代初頭の欧州通貨危機の前後には、加盟国に協調介入等の責務を負わせていたにもかかわらず、いったん決めた変動レンジを守り切れずに何度も変更を余儀なくされ、最終的には英国やイタリアがERM離脱にまで追い込まれた。古今東西、人為的に為替相場を操作しようとする試みが、厳しい試練に遭遇し、最終的に瓦解ないし変更を余儀なくされた事例は枚挙に暇がない。

今後、ユーロ圏の債務問題に由来するユーロ安圧力が増した場合、ECBの協調介入が期待できない中で、SNB単独の神通力だけでずっとユーロ安を止め続けることができるかどうかは分からない。もしもSNBが防衛線を守り切れなかった場合には、人為的に相場の流れを止めていた分だけ、反動が大きく出る可能性もあるのではないかと。無論、SNBの無制限フラン売り介入の睨みが効いている間にユーロ圏の債務懸念が最悪期を乗り越えた場合には、結果的にスイス当局によるフラン高阻止の試みが成功裏に終わる可能性もあるため、SNBの政策が必ず失敗すると断言はできないが、今後もしもユーロ圏の債務危機を半ば確信犯的に利用して勢いを得た「市場の暴力」が、スイス当局の心を折るような事態に発展した場合、為替市場の思わぬボラティリティーの急騰がスイスフランを震源地として他通貨市場にも及ぶ可能性は否定できない。ユーロ/スイスの動きにも、一応の注意を払っておきたい。

ユーロスイス相場とスイス中銀介入水準



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com