



一問一答: 南欧重債務国の政権交代とユーロ相場

落葉の季節を迎え、ユーロ圏の重債務国で政権交代の動きが加速している。11月20日に実施されたスペインの総選挙では与党の社会労働党が大敗を喫し、国民党が下院議会の過半数を確保、約7年半ぶりの政権交代がほぼ確実となった。今月に入り、ギリシャではパンドレウ前首相が退陣に追い込まれて11日にパパデモス前ECB副総裁を首班に仰ぐ与野党連立の暫定内閣が発足したほか、18日にはイタリアで辞職したベルルスコーニ前首相の後を引き継ぐ形でモンティ前EU委員を首相とする政治家排除の新内閣が発足している。今回のスペイン総選挙に勝利した国民党のラホイ党首は近く新首相に就任するとみられており、今月中旬以降、南欧の重債務国では政権交代の雪崩現象が起きたことになる。

ここで改めて今春以降のユーロ圏諸国の政局を振り返ってみると、3月にはアイルランドで共和党が約80年間も維持した第一党の座から転落して統一アイルランド党への政権交代が起きたほか、6月にはポルトガルでも総選挙が行われ、社会党から社会民主党への政権交代が約6年ぶりに実現している。

いわゆるPIIGS諸国では、今年全ての国で政権が交代した訳だが、こうした政局流動化の動きは、今後の為替相場にどのような影響を与えるのだろうか。以下では、ユーロ圏で相次ぐ政権交代の流れと今後のユーロ相場への影響などについて、現時点での私見を問答形式でまとめておきたい。

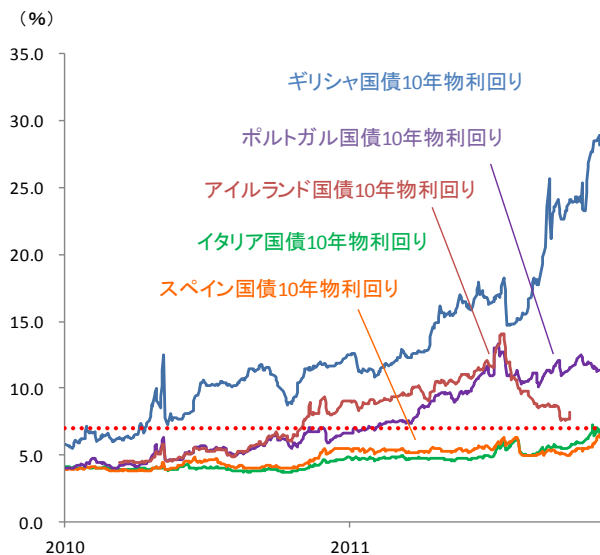
(問1) 欧州で相次ぐ政権交代をどう評価する？

一連の政権交代が政治家個人の失言やスキャンダルでは無く、「金融市場の反乱」によって引き起こされたことについては、一応前向きに評価しておきたい。今年3月のアイルランドを皮切りに、その後ポルトガル、

ギリシャ、イタリア、スペインで起きた政権交代は、いずれも国債利回りの急騰とその後引き起こされた経済の混乱がきっかけとなっている。現在、ユーロ圏の国債市場では「利回り7%」がマジック・ナンバーの様に取り扱われているが、その水準を超えると、政権崩壊までの期間にバラつきはあるものの、最終的には国家財政を事実的に破綻させた、或いは危機に晒した問責のような形で時の政権が退陣に追い込まれている。

このことは、今後のユーロ圏諸国の財政政策運営に対して無言の圧力を形成し、「放漫財政の放置」や「財政再建先送り」の抑止力として寄与するはずだ。ギリシャ発、ポルトガル、アイルランド経由で広がった国債利回り急騰の余波がユーロ圏第3位の経済大国であるイタリアと第4位のスペインにまで及んだことは、欧州の債券市場を一時パニックに陥れたが、結果的に両国の

ユーロ圏問題国の国債(10年物)利回り



(注) 2011年10月12日以降のアイルランドの10年債はベンチマークがないためデータ欠落
(出所) ブルームバーク

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



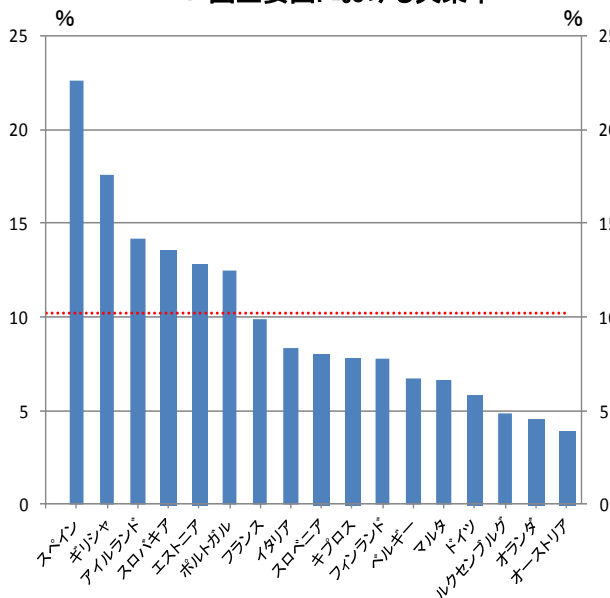
政治家及び国民に「いま、なぜ緊縮財政が必要なのか」を具体的に認知させたという意味で、「必要悪」のような混乱だったと言えるかもしれない。

(問2) そんなに前向きに評価していいのか？

もちろん、過大評価は禁物だ。「金融市場からの圧力」によって、政治的求心力を失った政権が退陣に追い込まれたことは朗報だが、いわゆるPIIGS諸国が現在直面している厳しい財政状況は、単に内閣が替わっただけで急に改善するとは思えない。そもそも、最近これらの国々で相次ぎ政権交代が起きているのは、「財政赤字の削減が順調に進んでいないこと」に対する国民の不満が主な理由ではなく、「緊縮財政で暮らし向きが悪くなっていること」に対する不満が原動力になったとみられるからだ。例えば、最近発表されたPIIGS諸国の失業率をみると、ギリシャが18.4%、アイルランドが14.4%、ポルトガルが12.4%、スペインが21.5%、イタリアが8.3%といずれも非常に厳しい状況にある。

このため、これらの国々で誰が新しい首相に就任し

ユーロ圏主要国における失業率



(出所) ユーロスタット

ても、安定的な政権運営と財政赤字削減の両立を図るのは難しそう。欧州債務危機による経済の混乱を目の当たりにして、「財政再建の必要性」は各国の国民に広く認知されたとみられるが、今後、実際に一段の財政赤字削減策を議論する段階になると、増税や歳出削減による「痛み」が具体性を帯びてくるため、政治的にはどうしても「総論賛成・各論反対」の呪縛に陥り、金融市場が要求する速度で改革が進まないリスクがある。古今東西、景気低迷局面での緊縮財政が政治的に如何に至難であるかは、過去の歴史が証明している。

(問3) 今後のユーロ圏債務問題は？

端的に言って、まだ課題山積の状態にある。先のEU首脳会議でユーロ圏の債務問題に対する「包括戦略」が提示され、金融市場の安定回復のために取り組むべき政策メニューがやっと出揃った感はあるが、実際に問題を収束に導くまでに克服すべき難題はまだまだ沢山あるのが実情だ。

第一に、ギリシャの債務負担軽減については、「民間金融機関による自主的な50%の元本放棄」がEU首脳と国際金融協会 (IIF) の会談で決まっただけで、実際に全ての金融機関がそれに応じるかどうかは分からない。今のところ、ほとんどの金融機関が自主的な元本削減に応じるとみられているが、問題の性質上、たとえ一部であってもこれを拒否するような動きが出てきた場合には、横並びの元本削減期待が揺らぐことで、再びギリシャの秩序ある債務再編の成否が問題視されるリスクは残っている。第二に、ギリシャ国債の元本削減などの影響で損失を被る欧州金融機関の自己資本増強策については、今回の包括戦略で決まった1100億ユーロの資本注入では不十分だとの指摘もある。このため、今後欧州の銀行が「来年6月までに自己資本比率を9%に引き上げる」ための自力資金調達に苦戦した場合、目標達成のために「貸し渋り」や「貸し剥がし」が起きるリスクがある。第三に、それらを予防するため

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



に各国政府が銀行等に公的資本を注入した場合にはギリシャ以外の国々の財政赤字が一段と膨らみ、ソブリン不安の飛び火懸念が再燃する可能性がある。

要するに、ギリシャが今回晴れて踏み倒すことになった借金は、「国債の元本カット」が認められた瞬間に消滅するのではなく、欧州の銀行のバランスシートに付け替えられ、それらの銀行から融資を受けている欧州企業、銀行を監督するユーロ圏各国政府の財政負担などの形に姿を変えるだけに過ぎない。また、今はまだ注目されていないが、来年以降になると、ポルトガルやアイルランドなどの国々でも、今回のギリシャと同じような資金繰り問題が蒸し返され、追加金融支援の是非や条件を巡るゴタゴタ劇が再開される可能性も一部では心配されているようだ。

(問4)今後のユーロ相場への影響は？

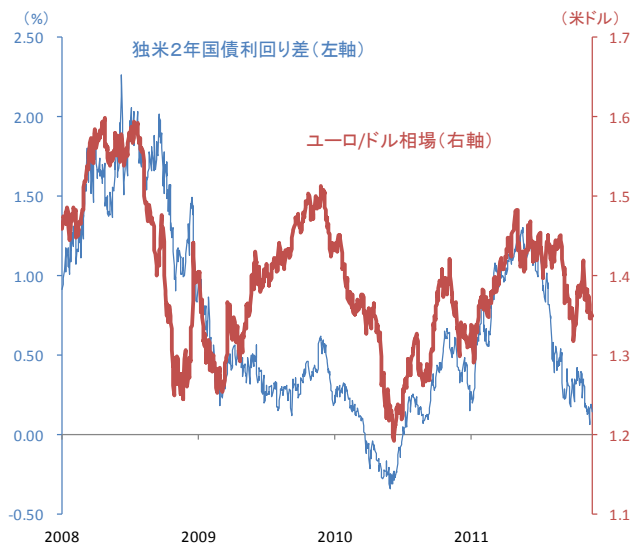
あくまで私見だが、そのような状況の下では、やはりユーロに強気にはなりにくい。2009年の秋にギリシャの財政赤字の虚偽申告が発覚して以来、ユーロ圏重債務国の債務問題および当局の対応については、もう2年以上も「糠喜び」と「失望」の反復が続いている。もちろん、ユーロ圏債務問題の決着までにかかなりの時間がかかることについては既に市場でも織り込まれているとみられるため、その理由だけでユーロが一方向的に下がり続けるとも思い難いが、今後は欧州の債務問題そのものよりも、その副産物として生じる「欧州経済の下振れリスク」や「欧州中央銀行(ECB)による金融緩和の可能性」に注目すべきだろう。

先述のように、今後は「欧州の金融機関による融資態度の慎重化」や「ユーロ圏諸国の緊縮財政」の影響などから、欧州景気にはかなりのストレスがかかることが懸念されている。こうした状況下、11月3日の理事会でECBは市場の予想に反して0.25%ポイントの政策金利引き下げに踏み切ったが、今後ECBの金融政策運営は一段と緩和色を強めてくるのではなかろうか。今

から言うと結果論だが、ギリシャ政府がほぼ「死に体」だったにもかかわらず、ECBが「域内重債務国の財政問題とユーロ圏全体の金融政策運営は別物である」との立場を堅持して、今年の4月と7月に利上げを実施した判断は誤りだったとみられる。余計な利上げを実施してしまった分、既にゼロ金利状態にある日本や米国に比べ、今後のユーロ圏の利下げ余地は大きくなっている。今後ECBが金融緩和に動けば、ユーロ/ドル相場との相関が高い独米国債の利回り格差が縮まり、ユーロに対して下落圧力がかかるだろう。

また、先のEU首脳会談で合意された欧州金融安定基金(EFSF)のレバレッジ拡大についても、資金の出し手として期待されている新興国が慎重姿勢を崩しておらず、欧州債務不安の拡散予防に必要な「安全網の整備」は目論見通りに進んでいない。ユーロ圏諸国の財政危機対応策が、その特徴である「機動力の無さ」を発揮して、EFSFの融資能力の拡充に手間取っている間、欧州国債市場の安定を確保するためには、

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

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



機動的に動くことの出来るECBが南欧諸国の国債を買い支えざるを得ない状況が続くだろう。「自然体で売買したらまともな金利がつかない」国債をECBが自らの資産内容を劣化させながら買い支えているような状況の下で、ユーロの上値が軽くなるとは思えない。

(問5) 当面のユーロ/ドル相場の予想レンジは？

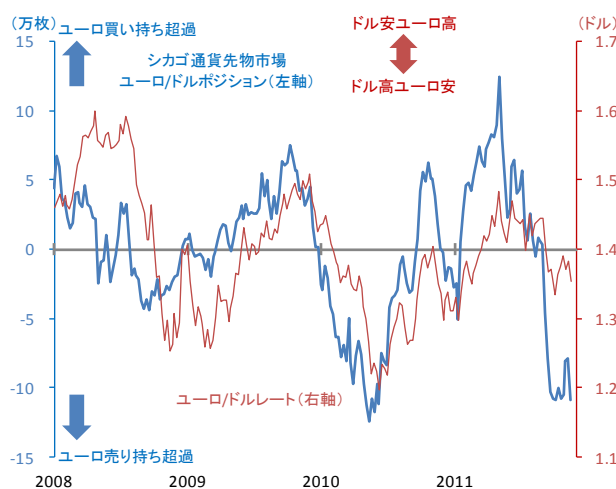
シカゴ通貨先物市場のデータなどから類推する限り、現在ユーロ/ドル市場ではかなりのユーロ売り持ち超過が膨らんだ状態にあるとみられる。このため、今後ユーロ圏の債務問題に関する一時的な朗報などが意識されてショート・カバーが誘発された場合、ユーロ/ドル相場が10月高値の1.42ドル台半ばぐらいまでなら反発する可能性はあるかもしれない。今後、米国の感謝祭、クリスマス、年末年始などのホリデー・シーズン前には、ちょっとしたきっかけで持ち高調整が誘発され易いので要注意だ。

ただし、最近のユーロ/ドル相場のチャート・フェイスを眺めてみると、今年の早春を境に上昇傾向を維持し

てきた200日移動平均線が1.41ドル付近で頭打ちになり、長期トレンド線は水平飛行に転じている。ECBによる金融緩和観測が強い状況の下では、ユーロ/ドルのトレンドが上向きに転じるとも考え難く、200日線前後の水準では戻り売りが優勢になるのではないかと。今年の1月下旬にトリシェECB(当時)総裁が利上げ政策への転換を仄めかす前のユーロ/ドル相場は一時1.28ドル台の安値圏に沈み込む場面もあった。今後ユーロ圏で一段の金融緩和観測が強まる場合、ユーロ/ドル相場が1.3000ドルの大台を割り込み、当時の水準付近に里帰りする可能性もあるとみておきたい。

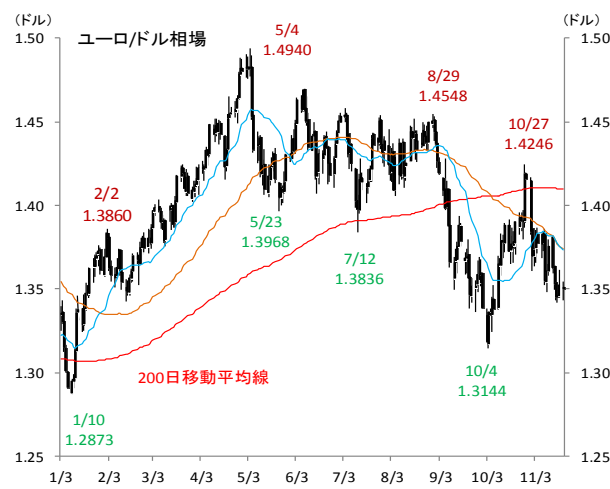
最近のユーロ/ドル相場は非常にボラティリティーが高く、日足の最大高低差が数百ポイントに達することも決して珍しくない。このため、当面の為替予想レンジは広めにとらざるを得ないが、今年年末から来年年明け付近までの状況を考えた場合、ユーロ/ドルは1.2800ドル～1.4200ドルぐらいの大ぶりのレンジを想定しつつ、乱高下しながら徐々に巡航高度を下げっていくような展開になるのではないかと考えている。

投機筋持ち高とユーロ/ドルレート



(注)通貨ポジションは2011年11月15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

年初来のユーロ/ドル相場の推移



(出所)外為どっとコム"FX Vision"
2011年11月21日現在

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承願いたします。

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