

ギリシャ選挙後、継続する円高リスク

発表日：2012年6月18日(月)

～リスク回避傾向は残る～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ギリシャの再選挙は、与党だった新民主主義党が勝利して、ユーロ離脱という最悪のシナリオはずっと遠のいた。しかし、これですべてが丸く収まった訳ではない。投資家の運用スタンスには、リスク回避姿勢が根強いことから、円高傾向は続く。政府・日銀の為替介入のにらみを効かせて、当面、1ドル 77～82 円のレンジでドル円レートは推移するとみられる。

最悪の政治選択は回避された

6月17日のギリシャの再選挙は、旧与党の新民主主義党（ND）が勝利した。財政緊縮を受け入れているNDの得票率が29.7%（開票率97.0%段階）、そして財政緊縮に反対する急進左派連合（SYRIZA）は26.9%。さらに、財政緊縮賛成派の全ギリシャ社会主義運動（PASOK）が12.3%。ギリシャ選挙の仕組みでは、第一党の獲得議席にさらに+50議席が加えられるので、ND+PASOKの議席数で全議席数300の半分以上を超えられる。これで一旦は、ユーロ離脱という最悪のシナリオは遠のいた。不安解消によって、円高傾向は一服、株式投資も買い戻しされることになる。

しかし、これからも波乱要因がまだ残っていることには要注意だ。NDがPASOKなど他党と連立政権を組めるのか。EU諸国との金融支援の条件であった追加緊縮法案を議会で成立できるのか。目先のハードルは続く。少し長い目でみても、二次支援の枠組みを我慢強く守りしながら、ユーロの一員として義務を履行できるのかには不安が残る。振り返ると、すでに一次支援、二次支援、債務再編と何度も金融支援が延長されている。先行きも、新たな仕切り直しがないとは言い切れない。

選挙結果は、財政緊縮に反対する野党のSYRIZAもそこそこ健闘している。ギリシャ独特の+50議席のゲタがあるので差がついたように見えるが、得票率では首位のNDとともに約3割の支持を分け合っている。この数字が反映しているものは、国民の間にある財政緊縮疲れである。今後、この緊縮財政の長期化による国民の反発は強まることはあれ、弱まることはない。つまり、ユーロ建ての投資は絶えずギリシャ政権が不安定化するかもしれないというリスクを完全に拭い去ることはできない。

第一、ギリシャ再選挙以前に戻って考えられるかと言えば、そうではない。時間の経過とともに、ファンダメンタルズは一段悪くなっている。ギリシャの実質GDP成長見通しは、2012年▲5.3%とOECD加盟国中で最低である（OECD見通し）。失業率は22.6%（2012年1Q）で、経常赤字は名目GDP比の▲9.8%（2011年）。これだけファンダメンタルズが悪くて、ギリシャが再度火種にならないとは言い切れない。ここにユーロ離脱の懸念によって、ギリシャの民間銀行からの預金引き出しが相次いで、金融システムの弱体化が追い討ちをかけることになる。こうした弱さに反応して、しばらく時間が経過した後、ギリシャ不安が再燃して株安、長期金利低下へと戻っていく展開も十分にある。

リスク回避の弊害

相場環境の霧が一気に晴れそうにはないことは、下地に投資家のリスク回避志向が根強くあるからだ。投資家のスタンスが最悪の事態を回避しただけで、一気にリスク選好へと雪崩を打って変わることはない。むしろ、目先の好材料・悪材料に一喜一憂し、乱高下を続ける公算が高いのではない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

このところの投資家のスタンスは、運用資産の目減りを嫌がる投資家は、株式投資よりも債券投資を重視している。リスク回避志向の表れは、株価下落だけではなく、原油・金などの商品価格も下落し、高金利・資源国通貨も下落している。豪ドル、南アランド、ブラジルレアルは、4月以降、ドル円レートが円高に進むのと対称的に下落している。かつては、低金利通貨で資金調達をして、高金利・資源国通貨で投資額を積み上げるようなハイリスク・ハイリターン投資が隆盛を極めて時期がある。リスク愛好的スタンスは、欧州財政不安を背景に様変わりして、今はポジションの解消の方向で進んでいる。

その中で、円は相対的にも最も買われる通貨になっている。通常、欧州金融不安に反応した投資は、ユーロ売り・ドル買いである。ただし、ドル偏重もまたリスクを抱え込むことになるので、ドルとともに円が買われて、相対的な関係として円高が進む。日本経済にはとり立てて強い材料がある訳ではないのに、消去法的に円が買われるという矛盾である。

また、マネーフローに注目すると、ギリシャのユーロ離脱危機の蓋然性が高まっていたことは、極端なリスク回避志向を生み出していた。安全資産である国債、特に米国債、ドイツ国債、日本国債が買い進まれた。日本国債に限ってみると、短期国債に海外投資家の買いが集中する。通念として、海外投資家が日本国債を多く持っていないことと信じられている。事実、中長期国債残高のうち海外投資家の保有比率は8.2%に過ぎない(2011年末)。しかし、短期国債だけに限ってみると、発行残高40.4兆円のうち海外投資家が保有しているのは実に68.1%

に達する。対日証券投資の中で、短期国債の買い越し額は2011年後半から増えている(図表1)。その買い越し額累計を加算すると、短期国債残高に占める海外投資家の保有比率は、直近の4月末で73.3%まで上昇していることになる。

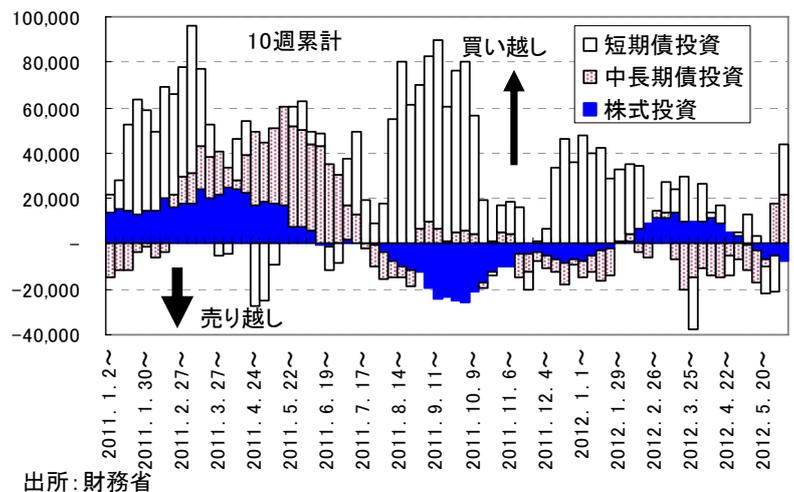
実額で見れば、過去1年間の海外投資家の短期国債買い越しは+13.1兆円にもなっている。この間、株式投資は▲2.6兆円の売り越し、中長期債は▲0.8兆円の売り越しである。2011年度にかけて急増した対日資金流入のほとんどが、短期国債だったということになる。海外投資家は、ユーロを売ってドルを買っているが、同時に資金配分の一部を円資産にシェアしている。その資金は、利回りがゼロ%であっても、価値保全が主目的であるので、換金性の高い短期国債を選択しているという訳である。

為替円高はにらみ合いが続く

為替レートについて、筆者は万一の場合、ユーロ離脱という想定外のリスク(テイル・リスク)によって1ドル72円の臨界点の可能性がゼロではなくなるとみていたが、そこまでの円高リスクは遠のいた。

当面の円高は、政府の為替介入観測とのせめぎ合いによって、6~8月の期間は1ドル77~82円のレンジで推移すると予想される。政府の介入姿勢は、円高を止めるのには一定の効果を持っている。5月18日のワシントンG8では、日本政府は各国に対して、日本の為替介入への理解を求めた。その前の2011年3月の震災後の円高局面では、政府は1ドル75~77円のレンジよりも円高急伸するのを容認せず、しつこく口先介入と実際の介入を繰り返してきた。ここには、野田政権が、より円安環境を歓迎し、円高を容認しない姿勢が表れてもいる。背景には、消費税率

億円 (図表1) 海外投資家の対日証券投資

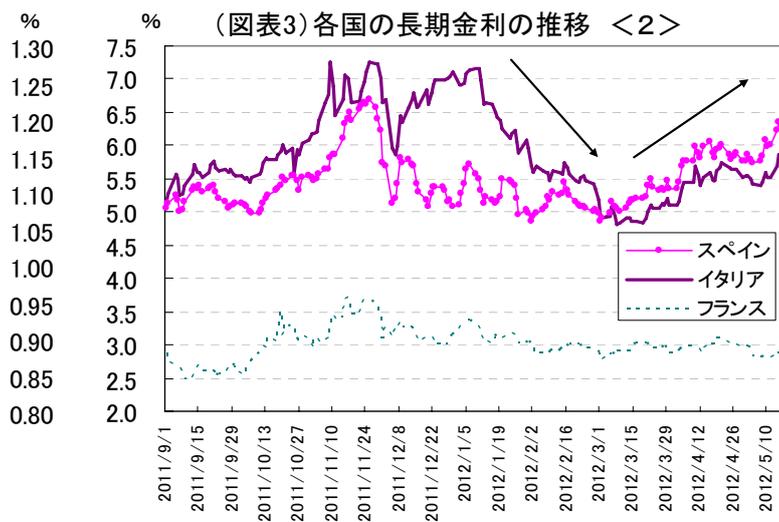
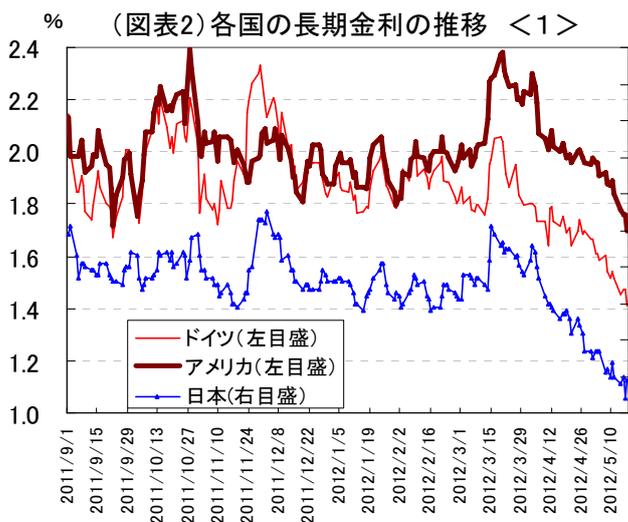


出所:財務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を引き上げるための環境づくりという理由がある。政府・日銀ともに円安によって景気・物価を脱デフレになることを願っている。

ただし、一方で円高がすぐには1ドル=80円台半ばに戻りそうにない理由もある。先に述べたリスク回避志向が簡単には修正されず、スペインの金融問題や米景気回復の弱さに反応しやすいからだ。世界の金融資産の中で、安全資産とみられている主要債券への過度の投資集中を振り返ってほしい。日本の長期金利が0.8%台に対して、米長期金利が1.5%台、ドイツ長期金利が1.4%台にまで下がり、いずれの金利水準もが接近してきていることからわかる(図表2)。この動きは、国債が売られるスペイン、イタリアとはコントラストを成している(図表3)。安全資産とみられる各国の長期金利差がなくなってきたことは、円高の天井に近いことを意味するものでもあるが、金利差が変化しなければ円高水準が動きにくいことをも示している。



ギリシャの命運は

将来にわたって、筆者は、数年後にギリシャが地道な努力を結実させて、財政健全化を完遂するシナリオを信じていない。この先、どこかでユーロ圏から離脱する運命にあると考える。逆説的に言えば、それは、他の南欧諸国の財政不安が沈静化し、EU全体の経済成長率が上向いたときだろう。欧州のファンダメンタルズが安定成長を遂げたときに、ギリシャがユーロ圏を離脱するコストを他国が吸収できるようになって、構造的不安を除去するチャンスが訪れる。EU諸国の課題は、よりユーロの枠組みを頑健にすることだろうから、EU各国は経済情勢が十分に改善するまで、だまされギリシャの財政再建を導いた後でその課題に取り組むだろう。

目先、議論になっているユーロ共同債は、本質的解決にはならないと考えられる。各国ごとに異なる種類の国債を発行しているから、財政悪化の国々の長期金利が跳ね上がるという弊害を覆い隠すものに過ぎない。ドイツの納税者は間接的に犠牲者になる。財政統合を目指しても、民意が成熟化した上で政治統合ができなければ、ギリシャの総選挙のような反乱に脅かされるであろう。

今回、ギリシャ国民が緊縮財政を一応受け入れたことは、統一通貨ユーロの壮大な実験において、まだトンネルの途中で外の景色がわずかに見えたくらいのことであろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。