

テーマ：煮詰まる欧州財政問題と為替相場への影響
～ドル&円>ユーロの力関係が明確化しよう～

発表日：2012年5月24日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

6・17

ギリシャでは総選挙の結果連立与党が大敗し、その後の新たな連立協議も決裂したことによって議会は解散、6月17日に再選挙を行うこととなった。これにより、再選挙が行われるまでの向こう1ヶ月の間、財政赤字削減へ向けた新たな動きは完全にストップするばかりでなく、再選挙の結果、緊縮財政反対を主張する政権が誕生する可能性も高まったとされる。

仮に、急進左派連合（SYRIZA）を中心とする緊縮財政反対派が勝利して連立政権樹立に成功すれば、ギリシャの財政再建計画は大幅に後退する可能性が極めて高い。こうした動きを牽制するように、欧州委員会やECB、ドイツなど中核国の一部は、ギリシャが緊縮財政方針を堅持することが融資の条件である旨繰り返し発言するようになった。すなわち、ギリシャ新政府が緊縮財政方針を撤回した場合、EFFSを通じた追加融資はストップし、最悪の場合資金繰りがつかずに財政破綻に陥るリスクがある。足元の世論調査などによると、急進左派連合を中心に緊縮財政反対派の支持率は一段と高まっているようだ。

このような“超不透明”イベントが控えていることもあり、市場は身動きが取れなくなっている。今のうちに、ギリシャ国民とEUなどが対峙するような状態が続くのであれば、グローバルマネーはリスク回避の動きを強めざるを得なくなろう。いずれにせよ、ギリシャ国民がどのような選択を採るのかを推し量ることは難しいため、市場は専ら救済する側、すなわちEUやECBの動向に注目せざるを得ない。この点では、成長面の重要性を訴えるオランダ新仏大統領の登場で、独仏がどのような変化を見せるかが注目される。15日に行われた独仏首脳会談で、メルケル独首相はオランダ仏大統領に歩み寄りの余地がある姿勢をみせたうえ、ギリシャがユーロにとどまることを強く希望する旨を表明したも。しかし、引き続きギリシャが緊縮財政政策を実行することが重要であるとの認識に変化は見られなかった。一方、18・19日に開催されたG8サミットでは、財政健全化に向けた取り組みが重要であるとの認識を示すと同時に、成長と雇用の促進も不可欠としたうえで、“それぞれの国にとって正しい措置は同一ではないことを認識”と、より柔軟な対応も議論される余地があると一歩踏み込んだ格好となった。ただし、サミットの間でも独仏では財政問題解決へ向けてのアプローチにギャップがあることを露呈している。

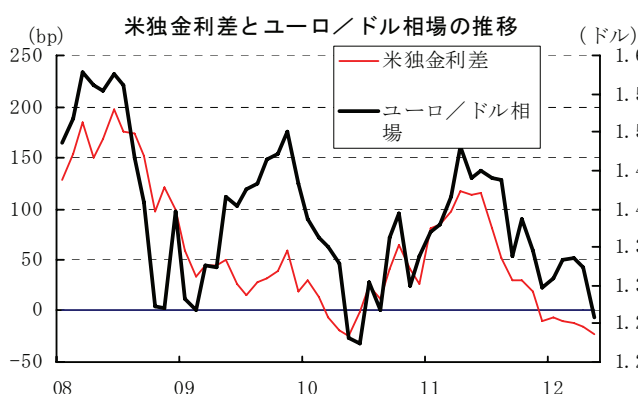
こうしたなかで、世界的に株価や商品価格が下落基調を強め、一方で流動性の高い安全性資産とされる日米独などの国債にマネーが集中し、金利を一段と押し下げている。ギリシャの再選挙が決まって以降、同問題に関して何も進展していないこと自体が、市場のリスク回避姿勢を強める要因となっている。

ユーロ安はより明確に

不透明感が強まる中で、下落基調を強めているのは株などのリスク性資産ばかりではない。震源地の通貨であるユーロも対ドルや対円を中心に調整色が強まっている。23日にはユーロは対ドルで10年7月以来の水準となる1ユーロ=1.2545ドルまで下落したほか、対円では今年2月以来となる1ユーロ=100円割れを記録した。選挙結果次第では、ギリシャの財政破綻、あるいはユーロからの離脱がかなりの確率で現実のものになると強く意識されている中で、万一の際にはギリシャだけでなく、域内各国経済、あるいは金融機関などに悪影響が波及するのではないかと懸念がユーロ安の背景だ。

もっとも、こうした“警戒感”だけがユーロ安の背景ではない。金利差といった為替相場の基礎的な変動要因の面から見ても、ユーロ安圧力が強まっていることがわかる。たとえば、米独の2年債利回り格差は08年から縮小傾向を辿り、今年に入ってからは一貫して独金利が米金利を下回る状態が続いている。足元では、独2

年債利回りが米2年債利回りを▲20bp以上下回る状態が続いている。むしろ、▲5bpにとどまっていた米独金利差が、足元で▲20bp以上まで拡大している割には、対ドルでのユーロ安は限定的なものにとどまっているとも言える。その理由として、ユーロ圏外から南欧諸国などに流入していたマネーが、自国へ回帰（ユーロ安要因）せずに、同じユーロ圏であるドイツの短期国債市場に退避（ユーロ相場には中立要因）していることが考えられる。



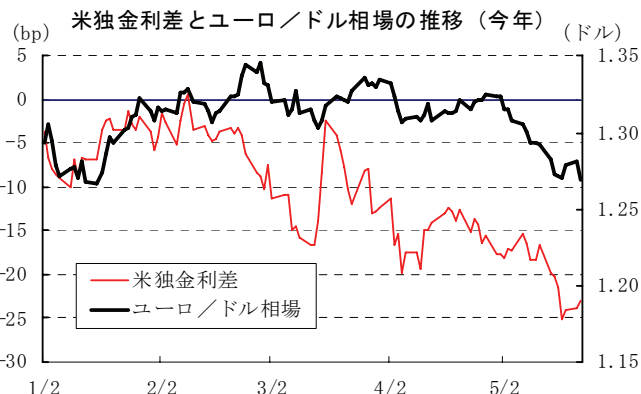
(注) 米独金利差は、[独2年債利回り]－[米2年債利回り]

独金利がデフレ下にある日本をも下回る水準にまで低下している主因は、南欧を中心とした他のユーロ加盟国からの退避資金の流入によると考えられる。ギリシャの再選挙を前に、同問題に対する欧州の対応が抜本的に変わらない限りは、ドイツの短期国債へ退避資金が流入しやすい環境は継続すると見込まれることから、ユーロ相場も一段の下落の可能性がある一方で、反発余地は限定的なものにとどまろう。

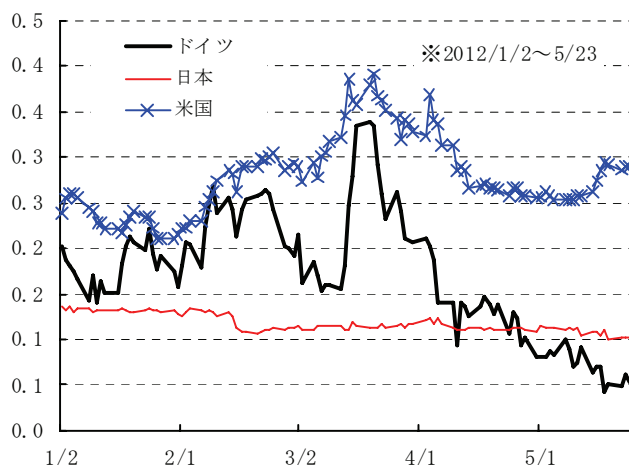
ギリシャ再選挙の結果が見えた後は、いくつかのケースが考えられるが、いずれにおいてもユーロ相場の大幅な反発は考えにくい。

まず、再選挙の結果左派連合を中心とした“緊縮財政撤回派”が連立政権設立に成功する場合だが、その事実自体が市場では最悪のシナリオと受け止められて、ユーロの急落は免れないだろう。多くが懸念しているように、新ギリシャ政府が緊縮財政方針を撤回し、これに対してEUサイドが追加融資を拒めば、7月にはギリシャは資金繰りに窮し、（無秩序な）デフォルトに陥ることは避け難くなるだろう。当然、ギリシャのデフォルトは域内金融機関にとっては相応のダメージになり、金融市場は大きなショックを受けることになる。その後ギリシャがユーロからの離脱を余儀なくされれば事態は更に悪化するが、（無理矢理）とどまったとしても“ギリシャの財政悪化を食い止められなかった”という事実は、やがて他の財政悪化国に対する懸念として連鎖すると見込まれる。こうした状況に陥れば、これまでドイツなどに退避することによってユーロ圏内にとどまっていた圏外のマネーの流出が強まると考えられる。

一方、財政再建を訴えてきた第一党である新民主主義党が再び勝利、連立政権設立に成功すれば、足元における“最悪のシナリオ”の恐怖が消える。このため、ユーロ相場は5月6日に行われた先のギリシャ総選挙前の水準まで戻ることも考えられる。しかし、そうしたユーロ高の流れは一時的なものにとどまると見込まれる。すなわち、ギリシャ国民が緊縮財政政策による財政再建を自ら採択したということで、ドイツなどは財政悪化国への融資に反発を強める自国世論に配慮して、財政改善が融資の条件というこれまでの姿勢を大きく変えることは考えにくい。無論、成長による財政再建の重要性を説くオランダ新大統領下のフランスも、自国の財政



日米独2年債利回りの推移



再建に対しては景気に配慮する方向性を示すと考えられるものの、ギリシャのために強く働きかけることはないだろう。そうなれば、景気の失速により緊縮財政政策を行っているにもかかわらず財政改善が進まないというギリシャを取り巻く環境自体は変わらない。したがって、数ヶ月もすれば再び財政改善が進まないため追加の融資を受ける際に更なる緊縮策を求められ、そのたびにマーケットに緊張感が高まる——といったことが繰り返されよう。

ただし、単なるこれまでの繰り返しというわけにはいかないだろう。すなわち、ギリシャ以外の国でも景気の悪化が続いていることから、財政赤字が目標通りに削減できない公算が高まっている、あるいはむしろ悪化するリスクも出てきている一方で、各国国民の緊縮財政に対する反発も強まっているため、ポルトガルやアイルランド、あるいはスペインやイタリアといった国でも財政再建の限界が懸念されると考えられるためだ。当然、この場合はギリシャ危機ではなくユーロ加盟国の財政危機へと問題が拡大することから、ユーロ圏外への資金流出という形でユーロ安圧力を高めることになる。

このように、足下においてはギリシャの再選挙が最大の不透明要因としてユーロの押し下げ要因となっているが、その結果がどうなるろうとも、圏内の財政問題に解決の目処がつかない限り、ユーロ安傾向は変わらないと判断される。そこで、欧州財政問題が解決に向かうというシナリオを考えると、金融緩和とそれに伴う通貨安をテコとして景気下支えをはかり、財政改善をスムーズに進めるというのが、求められる最も伝統的な政策手法だろう。

足元で、ユーロ圏内の景気は南欧諸国で失速状況、その他の国でも減速感が強まっている。一方で、消費者物価がECBの目標上限となる2%を大きく上回っていること（4月：前年同月比+2.6%）もあり、昨年12月を最後に利下げは行われていない。しかし、今後については財政改善をスムーズに進めるためにも金融緩和期待は高まると考えられ、インフレ率が鈍化してくれば一層現実味を帯びてこよう。当然の事ながら、これはユーロ安要因となる。実際に金融緩和が実施されればユーロ相場は一段安が見込まれるうえ、財政改善への道のりが長くなるであろう

事を勘案すれば、（インフレ次第ではあるが）低金利政策も長期化する公算が大きい。無論、主要通貨（ドル、円、ユーロ）いずれも構造的な問題などを抱えているため、超低金利政策が長期化することから、必要とされるレベルまで利下げが進んだ後には、ユーロ安にも歯止めがかかると見込まれるが、それまでにはかなりの時間を要すると予想される。



ユーロ／ドル相場の推移（月足）



ユーロ／円相場の推移（月足）



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。