

ギリシャ、緊縮策に「反対」の結果を受けて 予想外の反対多数、ただし、アジアへの中期的な影響は限定的

ご参考資料 2015年7月8日

<ポイント>

- ギリシャの国民投票は、EU諸国の期待に反し、財政緊縮案受入れに反対の結果となった。
- 短期的にはリスク回避目的で、安全資産回帰の動きが強まる可能性がある。
- 欧州、アジアともに前回のギリシャ危機時(2011-12年)とは大きく異なるファンダメンタルズが市場の下支え要因となる。
- ギリシャショックをきっかけにアジア市場が下落する局面では、投資機会を探るチャンスとなる。

ギリシャ支援策の交渉開始、7日～20日に進展はあるか

7月5日、欧州連合(EU)などが求める財政緊縮案の受入れの賛否を問うギリシャ国民投票において反対が賛成を上回りました。ギリシャのユーロ離脱の可能性を意識したリスク回避の動きが高まり、金融市場は変動性の高い展開となっています。同国の国民投票における受入れ拒否の結果から、7日にEU緊急首脳会議が開かれることになりました。

ギリシャ政府は、6月末に財政緊縮案の受入れを条件とする金融支援の延長を受けられなかったために、国際通貨基金(IMF)が融資した約15億ユーロの返済を延滞し、先進国では初となる事実上のデフォルト(債務不履行)となっていました。

また、ギリシャは6月29日より資本規制を導入し、銀行の営業を停止させ現金の引出しを制限しています。欧州中央銀行(ECB)は国債償還期限である7月20日までは、ギリシャ銀行向け緊急流動性支援(ELA)を維持するものと見られています。

市場の反応ーリスク回避の動きはまちまち

《株式市場》7月6日の株式市場は、前営業日比で、日経平均株価が-2.1%、米国S&P500種指数が-0.4%、ドイツのDAX指数が-1.5%となりました。アジアの株式市場も概ね下落しましたが、インドは上昇しました。

《債券市場》米国・ドイツなどの国債が安全資産として買われる(利回りは低下)一方、ポルトガル、スペイン、イタリア等は下落しました。アジアの債券市場は概ね上昇しました。

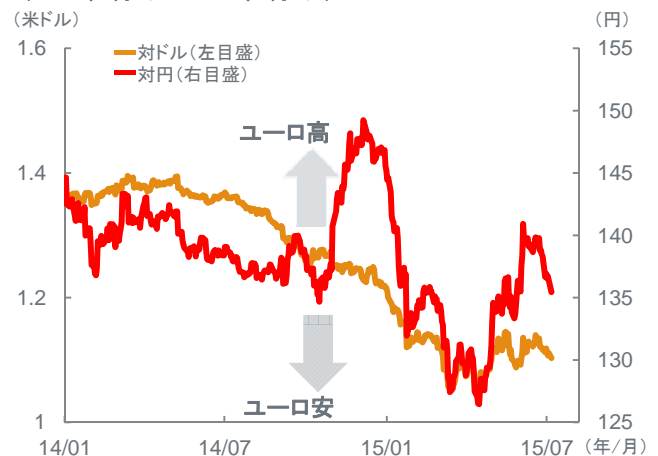
《為替市場》米ドルは、週明けの6日朝に1米ドル=121円台となりましたが、6日の東京市場の終値は3日とほぼ変わらずの122円78銭となりました。ユーロは、135円44銭と約1円の円高となりました。

(図表1)ギリシャ情勢の経緯

2009年	政権交代をきっかけに、旧政権(新民主主義党)が行っていた財政赤字の隠蔽が発覚
2012年	EU(欧州連合)、IMF(国際通貨基金)、民間による総額1,300億ユーロの追加支援を決定し、6月の選挙後に沈静化
2015年6月28日	ユーロ圏財務相会合 ギリシャへの金融支援を延期せず、6月末に予定どおり終わらせる方針を示す
6月30日	IMFに対する融資返済(約15億ユーロ)不履行
7月 5日	ギリシャ国民投票 (緊縮財政案の受入れに対し「反対」)
7月 7日	EU緊急首脳会議 第3次支援交渉再開
7月20日	元本約35億ユーロの国債償還

出所: 各種報道に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

(図表2)通貨ユーロの推移
(2014年1月1日～2015年7月6日)



出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供するための作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

150708(04)

<欧州>

前回のギリシャ危機時(2011-2012年)と比べると、

①欧州中央銀行(ECB)の金融政策が大きく異なること

②欧州のファンダメンタルズが改善していること

などから、アジアへ波及する可能性は限定的と考えています。

前回: ECBの利上げにより、債務危機が悪化

2011年当時にECB総裁であったトリシェ氏は、1バレル当たり100米ドルを超える原油価格の上昇を背景に、物価上昇圧力の抑制のため、同年4月と7月に小幅ながら利上げを実施しました(図表3)。その時点でギリシャ危機は表面化しており、ECBは無制限の資金供給オペレーションで流動性を大量に供給していたものの、物価上昇を強く懸念したと思われる。この利上げが欧州債務危機を悪化させる結果となり、11月にドラギ新総裁就任早々に利下げを実施しました。

今回: 主要国の量的緩和の効果により、流動性は安定

現在、ECBは最短でも2016年9月まで、月額600億ユーロのペースで量的緩和を行うことを公約としています。今年3月に開始されたこの量的緩和において、来年9月までに1兆ユーロ以上の資金が供給される見通しです。主要国の中央銀行が量的緩和を継続した結果、バランスシートが拡大し、流動性は極めて高い状態にあります(図表4)。そのため、グローバル金融システムは安定した状態にあります。また、新興国に対する信用力の見直しについても、大きな動揺は見られません。

今回: 欧州の景況感は改善

長期化するユーロ安に加えて、原油価格の低位安定が欧州の企業業績にプラスに作用しています。ギリシャ以外のユーロ圏では鉱工業生産指数が上昇し、デフレ懸念も後退、さらに域内消費が底堅く推移しています。ギリシャの事実上のデフォルトをめぐる懸念がある一方で、域内の景況感は改善傾向にあります(図表5)。

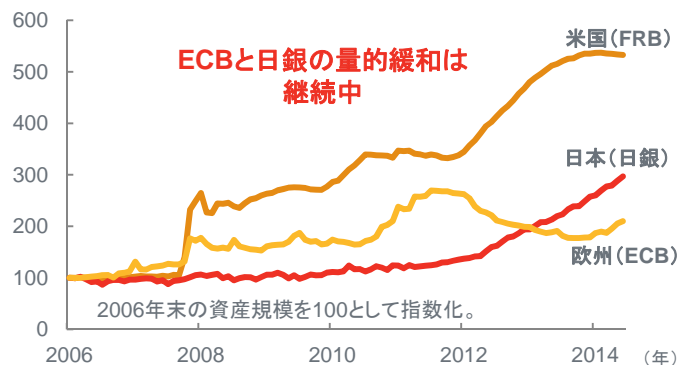
今回: ギリシャ周辺国の財政赤字は大きく改善

前回の危機時に、ギリシャと同様に多額の財政赤字が問題視され、危機の波及が懸念されたポルトガル、スペイン、アイルランドといった周辺国の財政赤字は大きく改善しています(図表6)。各国とも緊縮財政政策を実施中であり、更なる改善が見込まれます。

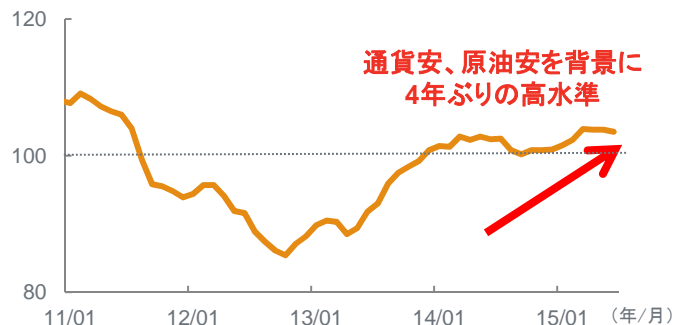
(図表3) 欧州政策金利の推移 2007年1月～2015年6月



(図表4) 主要中央銀行のバランスシート 2006年末～2015年6月



(図表5) 欧州景況感指数の推移 2011年1月～2015年6月



(図表3-5) 出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

(図表6) 周辺国の財政赤字(対GDP比)

	2012年	2015年	2017年
ポルトガル	-5.6	-3.2	-2.5
スペイン	-10.3	-4.3	-2.5
アイルランド	-8.0	-2.4	-0.6

出所: IMF世界経済見通しデータベース(2015年4月)のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。2015年、2017年は予測値。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。

<アジア>

前回のギリシャ危機時(2011-2012年)と比べると、

- ①原油価格の下落によりインフレ率が低下傾向
- ②経常収支が大きく改善していること

などから、アジアへ波及する可能性は限定的と考えています。

・ 2013年末以降、原油安の恩恵を受けて世界的にインフレは沈静化に向かいました。アジアでは機動的な金融政策なども奏功し、多くの国でインフレをコントロールできています。(図表7、8)

・ アジア各国の経常収支も改善傾向にあります。特にインドでは原油安の恩恵や金に対する輸入関税の強化、輸出奨励策の導入などから貿易収支が改善し、経常赤字幅も大幅に縮小しました(図表9)。

・ 主要な中央銀行による量的金融緩和により、世界的に流動性が大幅に改善し、金融システム安定化からクレジット市場も落ち着いています。

イーストスプリングの見通し

<グローバル経済への影響について>

ギリシャ問題は政治色が濃く、解決には時間を要するものと考えます。①ギリシャの債務総額は少額であり、債権の大半をIMF等の公的機関が持っていることから、民間の債権者に対して直ちに影響が広がる可能性が小さいこと、②ギリシャの経済規模は、欧州全体の国内総生産(GDP)の2%弱に過ぎません。過去の金融危機時と比べて波及リスクが少ないこと等、中長期的な影響は限定的とみています。また、現在米国経済は内需主導型で成長しているため、同国への直接的な影響も僅少と思われる。ただし、中国の株式市場が大幅に下落していることや、リスク回避の動きが米ドル高を誘発し、米国企業業績のマイナス要因となるリスクなど、短期的な市場の動きを注視する必要があると考えています。

<アジアへの影響について>

アジア各国および企業のギリシャに対するエクスポージャーは極めて小さく、アジアの銀行のギリシャ向け融資もほぼ皆無に近い状況です。また、4年前と比べて欧州、アジアともに大きくファンダメンタルズは改善しています。しかし、ギリシャのユーロ離脱という事態になれば、短期的に金融市場の変動性が高まることが予想されます。ギリシャ周辺国の金融システムへの影響や、ユーロ安が進行した場合のアジア製品への需要動向などを注視する必要があります。

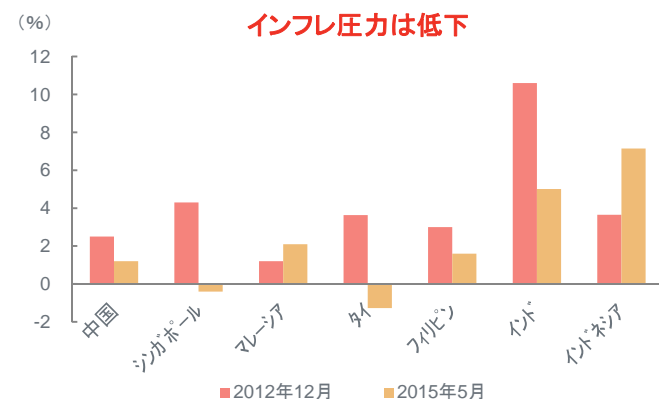
※ギリシャの債務残高は約3,130億ユーロ(42.6兆円)
(うちIMF約210億ユーロ、ECB約270億ユーロ、EU約1,840億ユーロ)とアジアへの直接的な影響は限定的)

(図表7)原油価格(WTI原油先物)の推移
(2012年1月～2015年6月末)



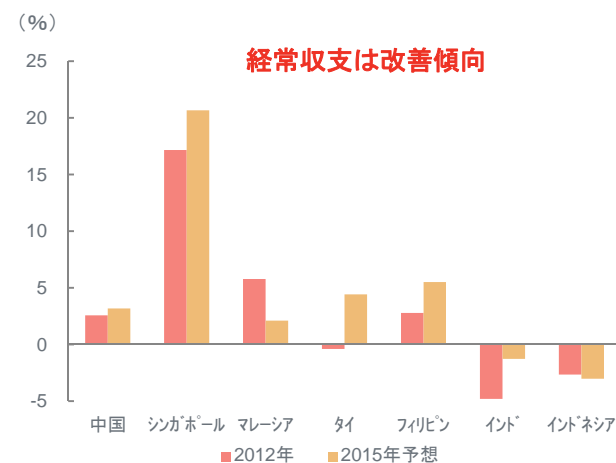
出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

(図表8)アジア各国の消費者物価指数(CPI)上昇率
(前年同月比)、2012年12月および2015年5月



出所: Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

(図表9)アジア各国の経常収支(対GDP比)、
2012年および2015年(予測値)



出所: IMF世界経済見通しデータベース(2015年4月)のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。2015年は予測値。

※当資料はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供している目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。