

# GCI Global View

2010年3月23日

## 【目次】

● ギリシャを巡る論点（その1）	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.4

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

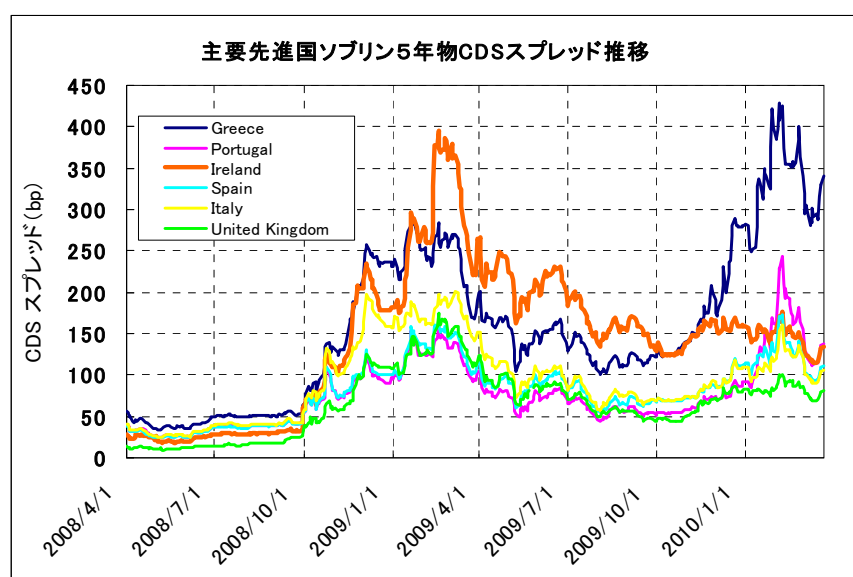
日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## ● 巻頭レポート

### ギリシャを巡る論点（その1）

ギリシャでは昨年10月の総選挙で中道左派が勝利し政権交代を実現したのを機に、財政状況が今まで前政権が公表していた数値以上に悪化していたことが明らかとなり、国債利回りが上昇、格下げもされる事態に陥り、その後国内の混乱を経て国民の反発を受けながらも政府は財政再建策の導入を表明しEUも自助努力を促しながら側面支援を模索、綱渡りの資金繰りを続けています。CDS スプレッドは2月のピークからは大きく低下したものの、未だリーマンショック時のピークを上回る水準での推移が続いています。今回はこのギリシャを巡るいくつかの興味深い論点についてふれておきたいと思います。



(出所：Bloomberg)

### 投機批判の批判

「金融危機に際して国家が財政を出動し税金で救った金融機関が、その救済のために悪化せざるを得なかった国家財政の状況につけこんで、これを投機の材料として利益を貪るのはけしからん」として、CDS等を用いた投機を批判する声が、メルケル独首相など欧州当局から発せられました。そのように言いたくなる心情はわからないでもないですが、金融危機に際して救われる対象でも何でもなかったヘッジファンドにその矛先が向かっているのは、どうしても理解に苦しむところであります（もちろん金融機関が救われ、金融市場が正常化したことによりヘッジファンドも間接的な恩恵にはあずかっていますが）。

そもそも投機の動きにより国債利回りが上昇し、困難な財政運営を強いられるようになったのではなく、これまでの緩んだ財政運営のつけが国債利回りを上昇させているということをギリシャやその論調を擁護する各国当局は理解しておく必要があるでしょう。確かに株価の下落や債券の利回り上昇などの市場のネガティブな動きは、その対象となる企業や国家の調達コストを上昇させ、さらなる窮地に追い込むという、時に暴力的な性質を有しているものでありますが、これが相場操縦によるものであれば徹底的に糾弾されるべき

ものの、それが市場参加者の総意に基づく価格形成の結果であれば、受け入れざるを得ないというのが、市場の価格形成機能を尊重する立場といえます。一般企業がその厳しい市場の洗礼を受け、淘汰の荒波を生き延びることを受け入れていることをギリシャ当局は見習うべきでしょう。

ユーロ圏ではその後ヘッジ目的以外のネーキッドショートに該当する CDS 取引を禁じることを真剣に検討しましたが、英国が反対を表明し、また米国の理解も得られず、さらには ECB トリシェ総裁からもたしなめられ、すっかりトーンダウンする一方で、ギリシャがユーロに加盟する際には、デリバティブズを活用して財政赤字を見かけ上引き下げていたことも明らかとなりました。デリバティブズのもつ柔軟性のうち、機動的なリスクテイクは排除すべきものの、会計操作に利用できるという点では大いに利用すべしということのようです。

「過剰なリスクテイクがシステミックリスクにつながる芽は摘んでおくべき」というのは、各国当局として異論のないところだと思いますが、「モラルハザードを排除する」ことも、今回の金融危機をふまえた各国当局のもう一つの大きな課題であり、過度な規制により市場の価格形成機能を歪めることは、逆にモラルハザードを引き起こすものとなり、今回の国債利回り上昇に対してそれを阻止するための直接の規制は、まさにその典型といえます。厳に規制当局が取り組むべきは、相場操縦を試みる動きに対する断固たる対処、過大なリスクがグローバルな市場全体で積みあがることを抑制する仕組みの導入（これはだれもが頷くものですが、その実現はかなりの困難を極めるものでもあります）、そして一つの機関が大きすぎて潰せないほど肥大化することの抑止ということと認識しています。

## ソブリンリスク

過去の歴史をひもとくと、金融危機の後にはソブリンリスクが顕現化するということが繰り返されており、ギリシャや南欧諸国のみならず、主要先進国も含めてソブリンリスクに市場の注目は集まっています。ヘッジファンドマネジャーが、ソブリンリスクにチャレンジするにあたっては、今回検討の俎上に上った CDS 規制のように、場合によっては国家により取引のルールが変えられてしまうリスクをも包含しているということと、加えて自らが依拠する土台が崩壊する可能性をも意識しておくことが懸命です。

リーマンショックにおける金融危機を予想して、サブプライム CDS のスプレッド拡大を狙ったポジションにより巨額のリターンを創出したファンドも一部にはありましたが、金融危機シナリオを想定して金融セクターの株をショートしてリスクをヘッジしながらも、金融インフラが崩壊するに至っては、市場の枯渇、クレジットの引き締め、カウンターパーティリスクの顕現化、資金の引き上げといったルートで悪影響を受け、さらに金融株の空売り規制の導入により、厳しい環境で買い戻さざるをえないなど、想定以上のダメージを被ったケースもありました。

自らが乗っかる土台が崩れるシナリオに対するリスクヘッジは、その備えにより幾ばくかの利益をあげても、土台が崩壊してしまえば、その利益が吹き飛ばすほどのダメージを被ることは、上記の金融危機における教訓でもあります。仮に一部の国に限定したのではなく、主要先進国のソブリンリスクが顕現化するような状況というのは、金融インフラのみならず通貨制度という市場経済が依って立つ基盤が崩壊するような事態を意味します。

金融危機においては銀行預金（中央銀行を除く）すらリスク資産となり、短期国債がラストリゾートとなりましたが、仮にソブリン危機が発生するとなるとラストリゾートが一転、最大のリスク資産に化してしまいます。そのヘッジとしてゴールドに着目する動きも一部にありますが、そのような事態においては、国家によりルールの変更が突如導入され、ヘッジと思っていたものが、思わぬ値動きによりかえって損失を広げることもあり得ることを念頭に置いておく必要があります。金の延べ棒を金庫に保管しておけば、究極のシナリオにおいては機能するかもしれませんが、究極には至らない状況では、別のリスクを保有することにもなり留意が必要です。

## 共通通貨のチャレンジ

ギリシャをはじめ、市場では主としてユーロ圏の南欧諸国のソブリンリスクへの意識が強まっていますが、これはユーロという共通通貨の傘に守られてしまったがために、EU内におけるユーロ加盟国に課せられる財政安定協定という縛りはありましたが、為替市場で自国通貨がたたき売られ外貨資金が流出してしまうリスクに対する感度が著しく低下したことで、財政に対する緩みが長期にわたり持続してしまったという側面はあるかもしれません。

欧州通貨統合の歴史は、2度の世界大戦による荒廃や、大戦を経て世界各地の植民地を失い覇権を米国に譲っていった西欧の没落の過程を背景として、大戦後に提唱された「汎ヨーロッパ運動」、「ヨーロッパ合衆国構想」まで遡ります。そこには二度と戦火を交え国土を荒廃させてはならないというドイツとフランス両大国の強い意志がありました。その後こういった動きは、1952年の欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）に始まり、経済同盟、さらには共通通貨制度へと発展し、1992～1993年の欧州通貨危機という苦境を経て、1999年に通貨統合を実現させました。

金融政策が共通化された中で個々の財政が破綻するというのは、地方政府の財政破綻の例などいくつもあります。そのような事態においても国としての共通した機能は維持されます。本来は経済のファンダメンタルズの格差が収斂し、仮に生じても格差が解消可能な柔軟性が維持される同質の経済特性を有する地域であってはいじめて同一の通貨を共有することが可能になるものであって、それゆえユーロの収斂基準であり、財政安定協定による均一の財政規律の導入でありましたが、儉約志向のドイツ対放漫体質の南欧という対立構造が一気に表明化し、その同質性にも疑問がなげかけられています。ギリシャでは副首相がナチス・ドイツ時代に遡り金の収奪に対する損害賠償にまで言及し、ドイツ外務省がこれを拒否するなど、対立の根深さがクローズアップされるとともに、通貨統合の難しさを浮き彫りにしましたが、このような問題や対立軸を孕みながらも「二度と国土を荒廃させない」という統合の大義を拠り所として、「欧州の知恵」を探りながら何らかの対処策を見出し、今後もユーロの「拡大と深化」が続いていくものと思われれます。

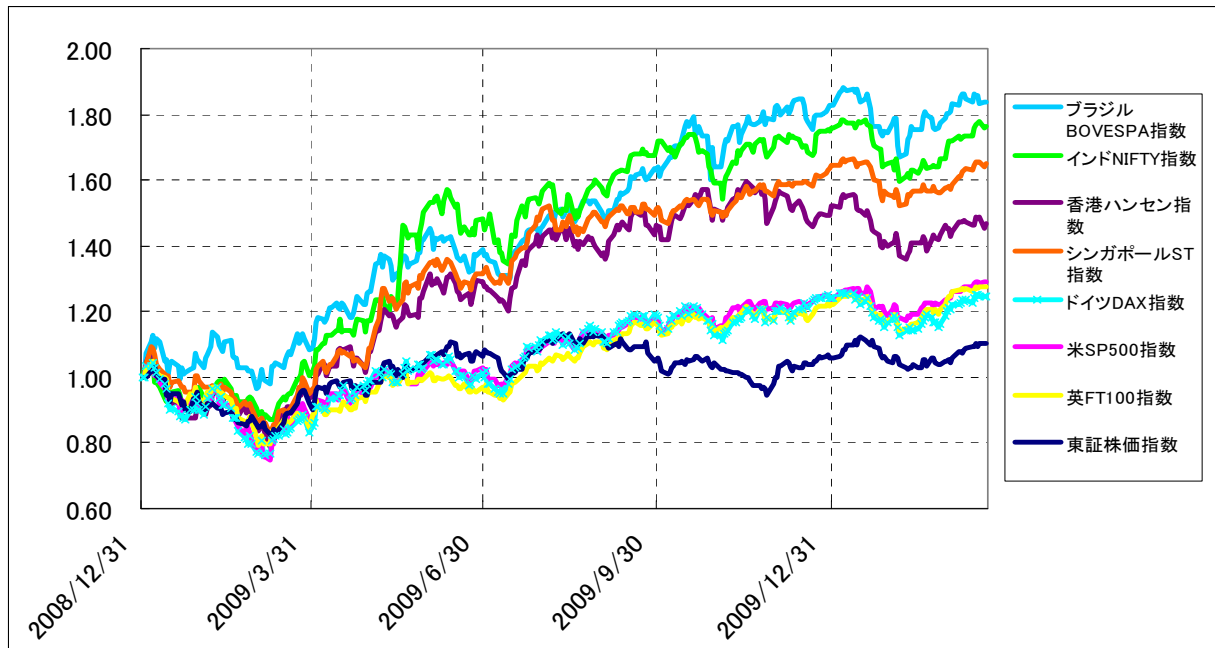
また、ECBの流動性供給における共通担保としての取り扱いは、今のところギリシャ国債もその他の国の国債と同様の扱いを受けていますが、本来は信用状況に応じて取り扱いに差があつてしかるべきところであり、ここにもモラルハザードの余地が生じています。今後の格付けと、ECBの担保の取り扱いの動向は注視していきたいと思えます。（次号に続く 末永）

## Global Markets (3月15日～3月19日)

### 1. オーバービュー

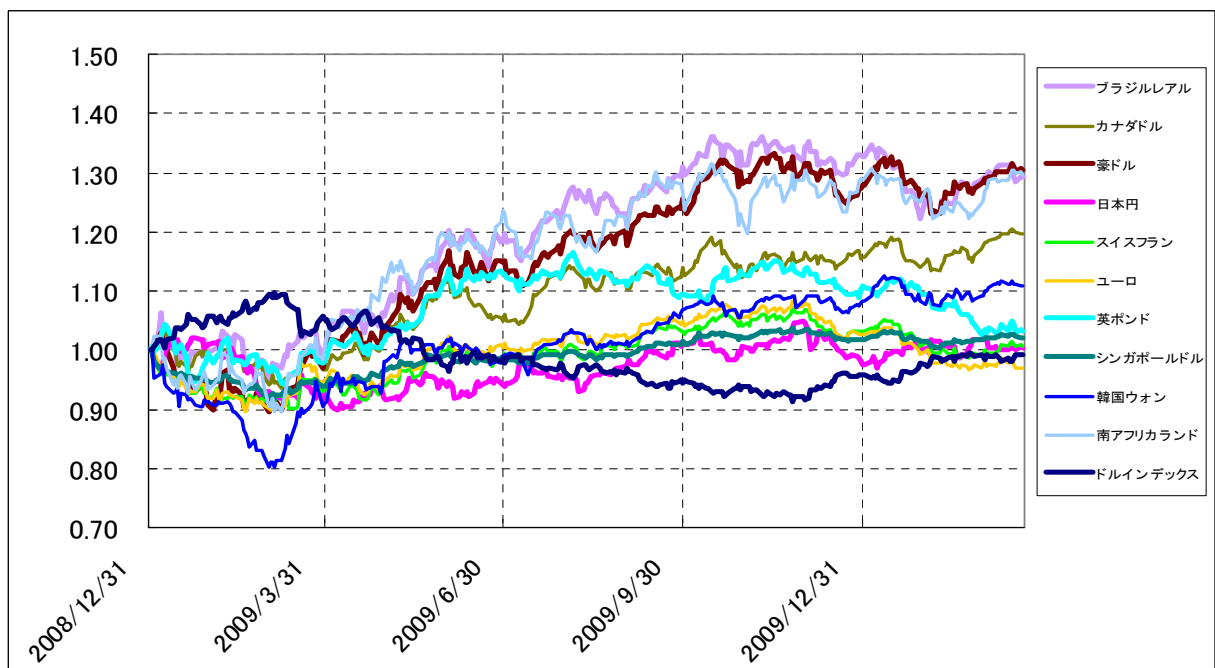
米国 FOMC では市場の予想通りに、長期にわたる緩和姿勢維持を表明。ギリシャ懸念は依然として熾ぶる中、インドの利上げはサプライズとなり、一時的な株式市場の調整も伴ったが、インフレ抑制にむけて長期的な成長持続にはポジティブとの見方もあり、株式市場は概ね底堅く推移した。

【各国株価インデックスの 2008 年末からの変化率の推移】

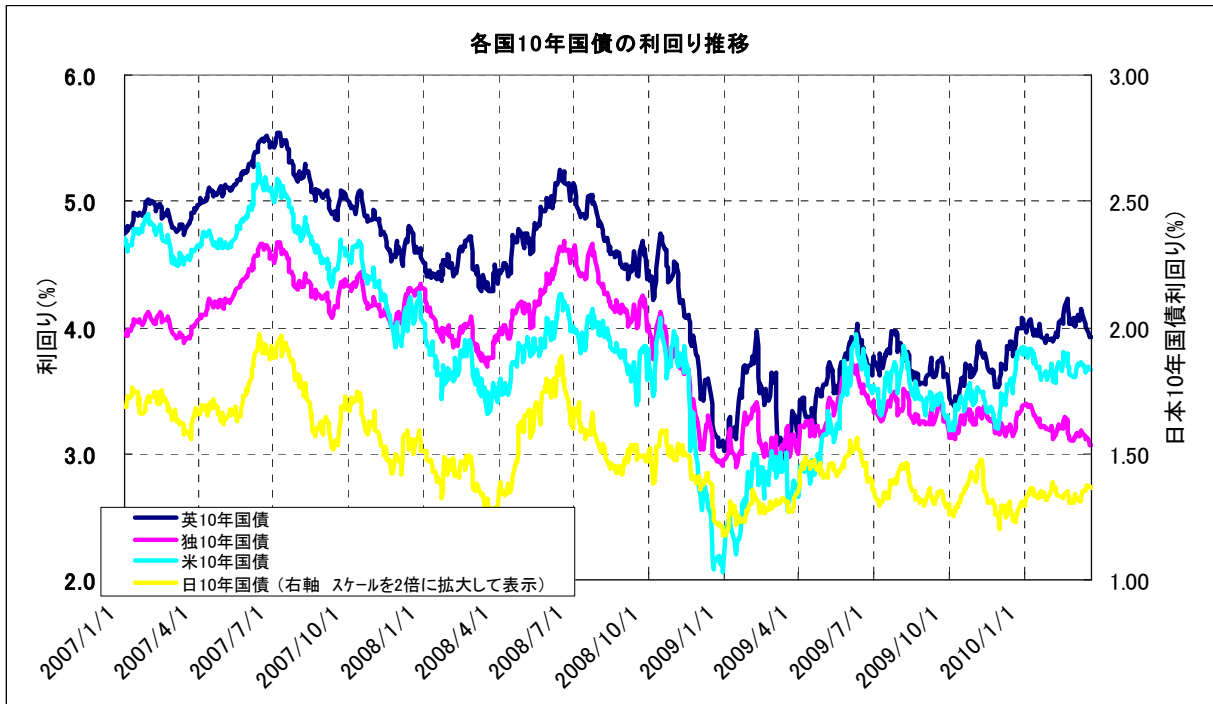


ギリシャ懸念が熾ぶる中、欧州通貨は再び調整モードに。

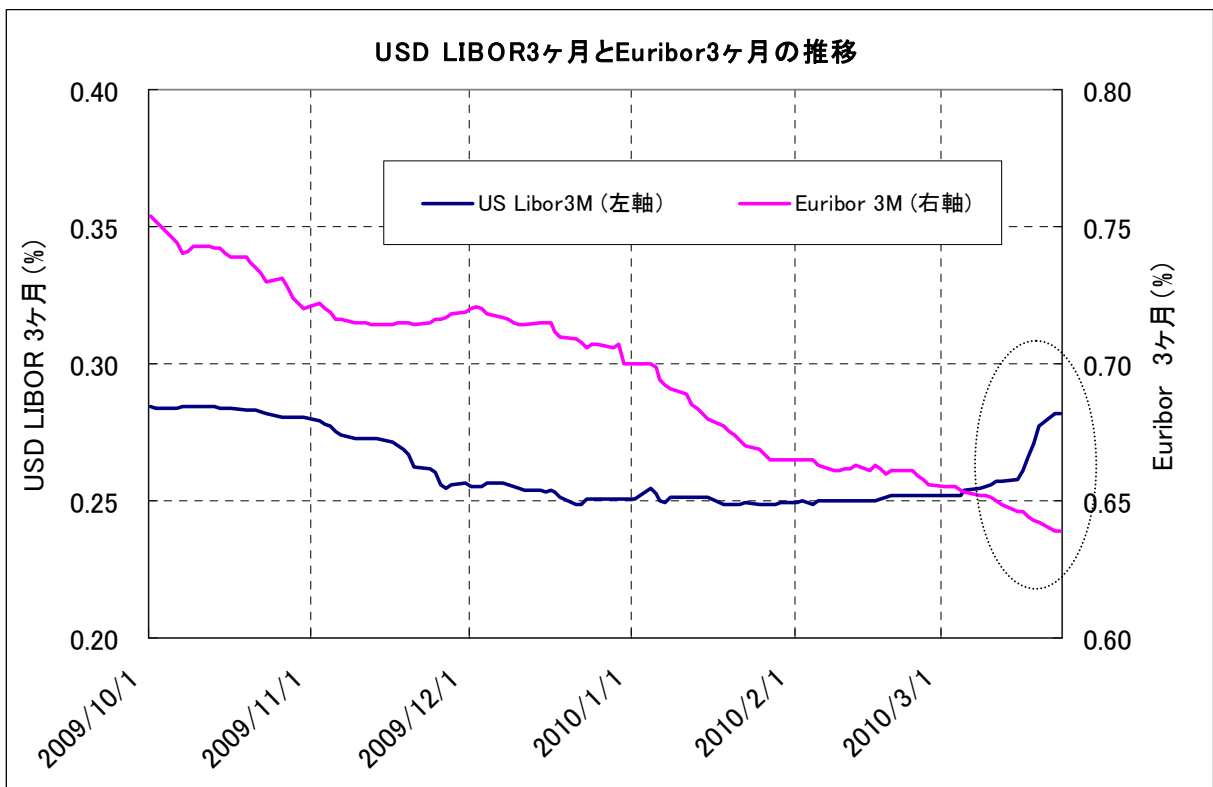
【各国通貨の 2008 年末からの対ドルでの変化率の推移】



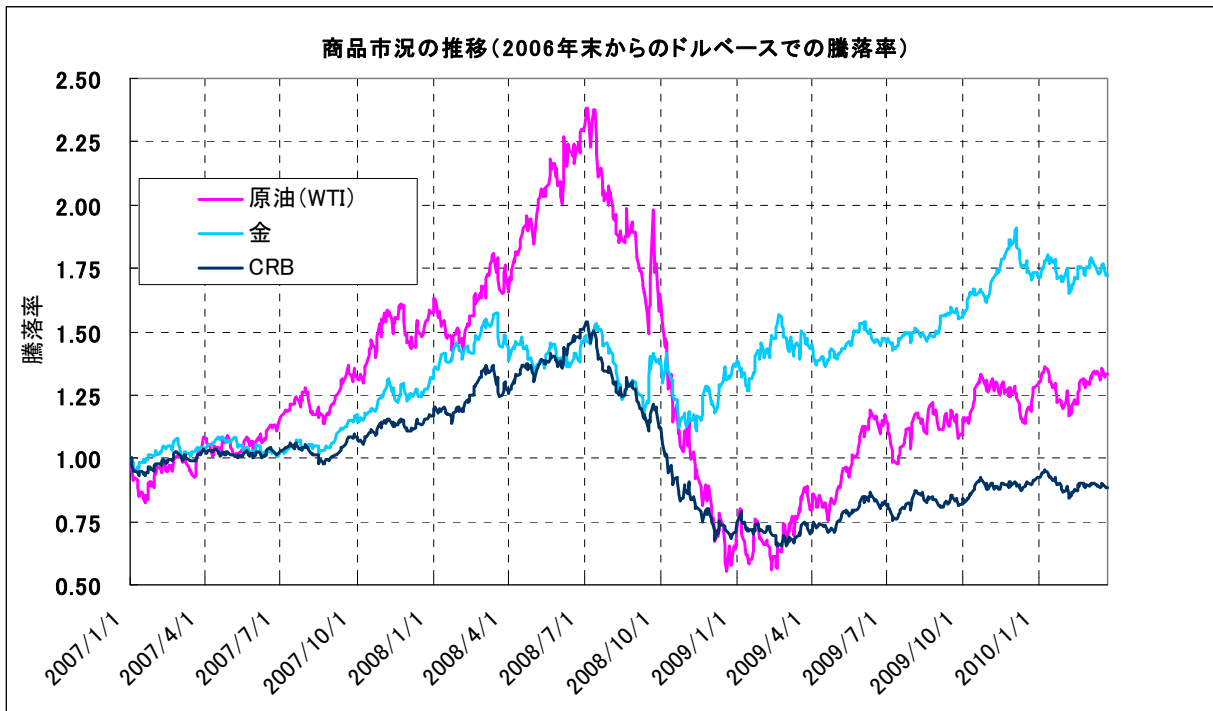
国債市場では、先進国における緩和長期化期待、ソブリンリスク、リスクマネーのリスク資産へのシフトの動きなどを睨みながらの膠着状態が続いている。



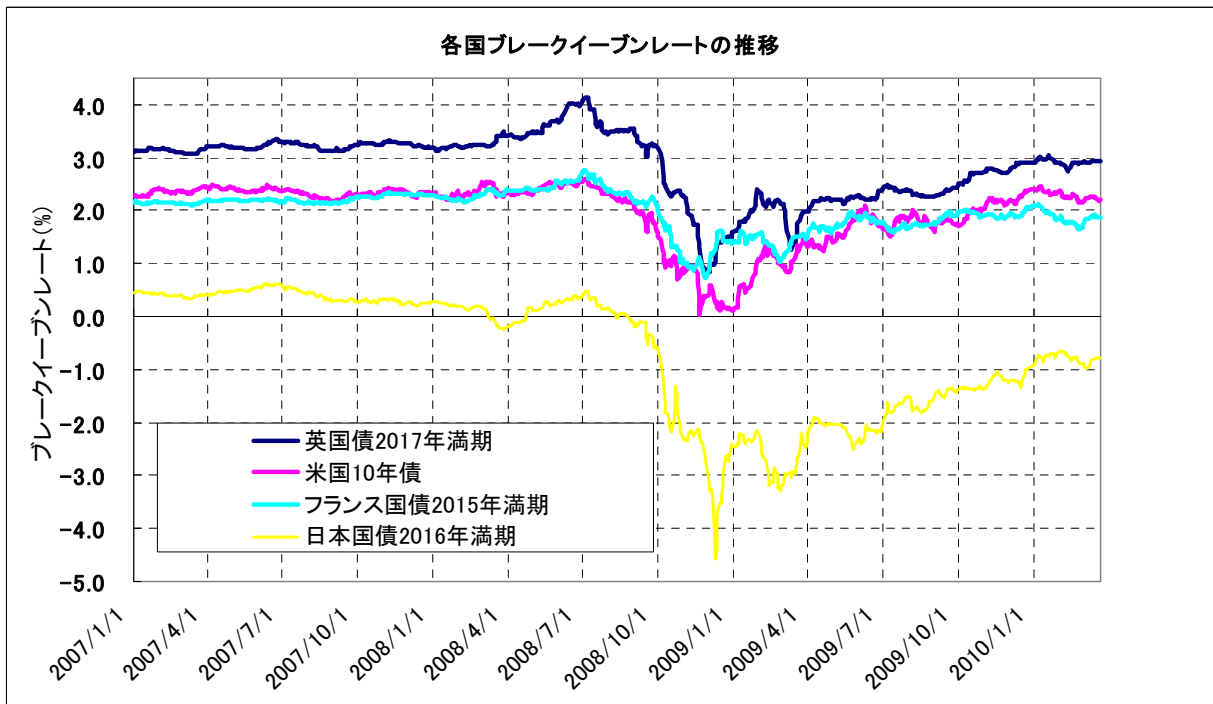
米ドルの3ヶ月物 LIBOR は 0.25% でボトムをうち、先週は日々 50bps 程度と極めて小幅ながら上昇傾向が続いたのに対して、混乱が続くユーロ圏では、銀行間資金市場の金利の低下が持続している。



商品市況は概ねもみあいが続く。



ブレイクイーブンレートは小動き。



(末永)