

GCI Global View

2010年3月29日

【目次】

● ギリシャを巡る論点（その2）	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

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

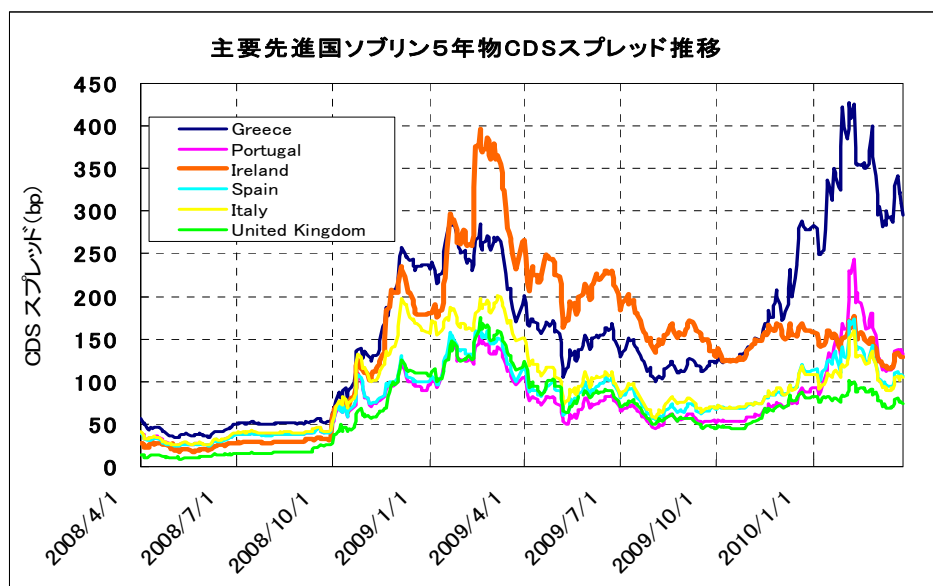
ギリシャを巡る論点（その2）

ギリシャ支援策で合意

EUは25日のユーロ圏首脳会議で、ギリシャに対する支援策で合意しました。内容としては、ユーロ圏加盟国による二国間融資とIMFの支援の二本立てで、ECBと欧州委員会の判断をふまえて、すべてのユーロ加盟国の賛成を条件に発動される仕組みとなりました。

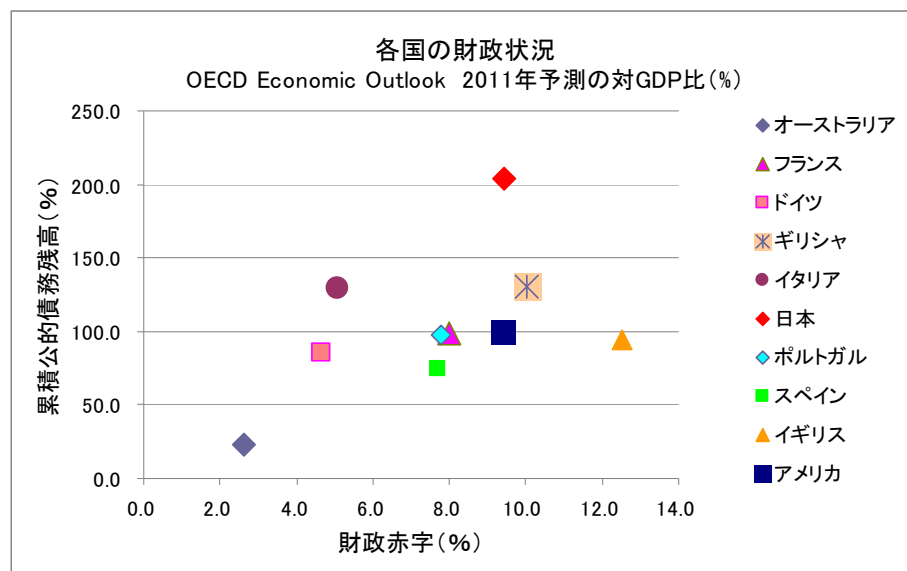
支援に消極的だったドイツと、IMFの介入に反対したフランスが、EU主導の体裁を維持しつつ、IMFの支援も取り込むという折衷案で妥協し、さらに発動にはECBの判断を要する立て付けとして、IMF支援に難色を示していたECBの面子をたてる形をとり、欧州の知恵を集結して、関係者の妥協点を見出した結果となりました。また、ECBは担保基準の緩和策を2011年も継続することを表明し、当面の間はギリシャ国債も適格担保として取り扱われることとなり、これを材料としてギリシャ国債を保有するギリシャの銀行株が大きく買い戻される展開となりました。

とりあえずのセーフティーネットの仕組みは整いましたが、今後国債利回りに対するリスクプレミアムが落ち着くかどうかは、ギリシャ政府が表明した財政緊縮策を、真に実行できるか否かにかかっていると いえます。またEUとしては、加盟国に財政規律を求めた安定・成長協定の一層の厳格化として、罰則規定の適用や違反が著しい場合は離脱させることも含めた厳しい対応を進め、各国に経済状況のファンダメンタルズを収斂させる努力を求め、ユーロの通貨価値の安定を目指すこととなりそうです。何れにせよ、現状では必ずしもユーロ加盟国を見渡してみたときに、経済状況が収斂しているとは言い難い国が集まっている中、通貨と金融政策を共有するが故の歪みを抱えながらも、中長期的にはその恩恵を多として今後もユーロの深化と拡大は続いていくことが見込まれます。一方で財政肥大化に対するリスクはグローバルに高まっており、ギリシャの問題がひとまず落ち着いたとしても、市場ではソブリンに対する懸念が大きく払拭されるには至らないものと思われます。



ソブリンリスクに対する警戒の広がり

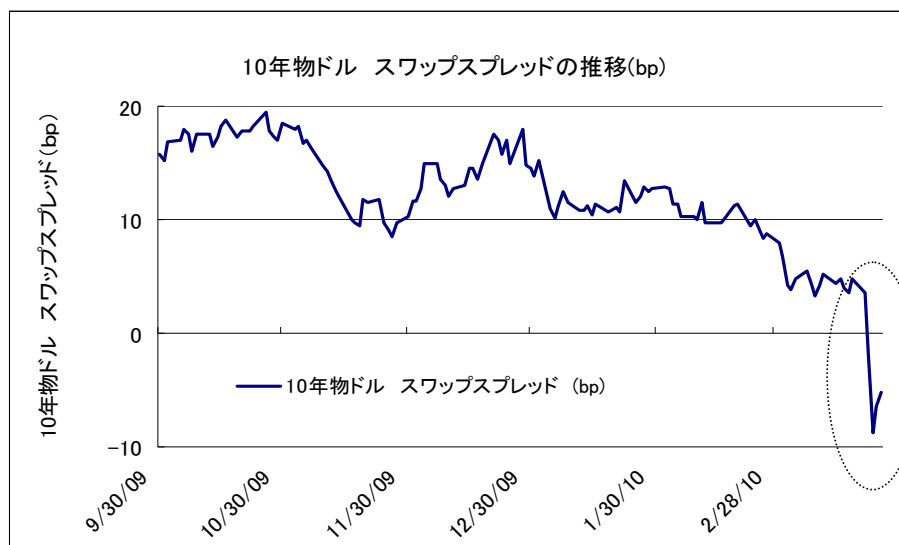
24日には格付け機関フィッチがポルトガルの格付けを「AA」から「AA マイナス」に引き下げ、見通しを「ネガティブ」とするなど、ギリシャ以外にも財政状況の悪化に伴うソブリンリスクをあらためて見直す動きがありました。



米国でも、危機対応や経済刺激策による公的支出の急増により 2009 年度には財政赤字が GDP の 10%に達しましたが、先週は米国の投資家、ウォーレン・バフェット氏が率いる保険・投資会社のバークシャー・ハザウェイ社をはじめ、大手企業の社債利回りが同年限の米国債を下回り、「債券市場ではオバマ米大統領よりバフェット氏の信用力の方が高い」として注目を集めている」と報じられるなど、ここでもソブリンリスクを意識した市場の動きが広がりました。上記グラフの累積公的債務残高と単年度の財政赤字を考慮すると、米国もギリシャに近い水準まで状況が悪化していることが分かります。日本とイギリスはさらにその上をいっています。

バフェット氏はかねてより、金融危機後のリスク回避の動きから米国債が過大評価され、さらにその後の超金融緩和措置と財政拡張政策により、将来のインフレリスクにさらされるリスクが高まっているとして、米国債バブルを指摘していましたが、市場では FRB の金融緩和が長期化するとシナリオを前提にした国債保有に対する需要は根強いものの、バフェット氏が指摘するリスクの一端が一部市場に浸透してきたとも言えます。

LIBOR 金利を参照し、銀行間市場金利を代表する金利スワップレートと国債利回りの格差を表すスワップスプレッドも、先週米国市場で大きく縮小、あるいは年限によっては逆転しマイナスに転じ、米国債のソブリンリスクを意識した展開となりました。常識的にはある一つの国に限って言えば、国の信用力をその国の民間銀行の信用力が上回ることは想定しづらいところですが、LIBOR が複数のグローバルな金融機関の提示する利回りを総合した指標であり、適宜入れ替えが行われてそのクオリティを維持する前提となっていることから、ある特定の国の財政リスクのみが高まり、グローバルな金融危機に発展しないという状況においては、その信用力が逆転する可能性も排除されるものではありません。



グローバルな金融危機に際しては、一気に銀行の調達コストが跳ね上がり、特に短期セクターのスワップスプレッドが大きく拡大したことは記憶に新しいところですが、このスプレッドの逆転現象はリーマンショック以降の官主導の金融危機対応に伴い、不良化したリスク資産の重荷が民間金融機関から公共部門に移転したことを象徴する動きといえます。

これまでも日本の2000年代前半に一時10年物金利で逆転が常態化したり、リーマンショック以降30年などの超長期セクターにおいて、主要国における需給の偏りから現物の国債市場よりも金利スワップの固定金利受け取り需要が強まり、逆転現象が生じていましたが、指標性の高い10年金利において、ソブリンリスクを意識してスワップスプレッドの縮小及びマイナス化が主要国全般に広がったのは、おそらく今回が初めてのケースとなります。ユーロ圏以外でも先週末時点の10年金利で日本円はプラス3bp、米ドルがマイナス5bp、英国はマイナス18bpにまでマイナス幅が広がっているという状況です。

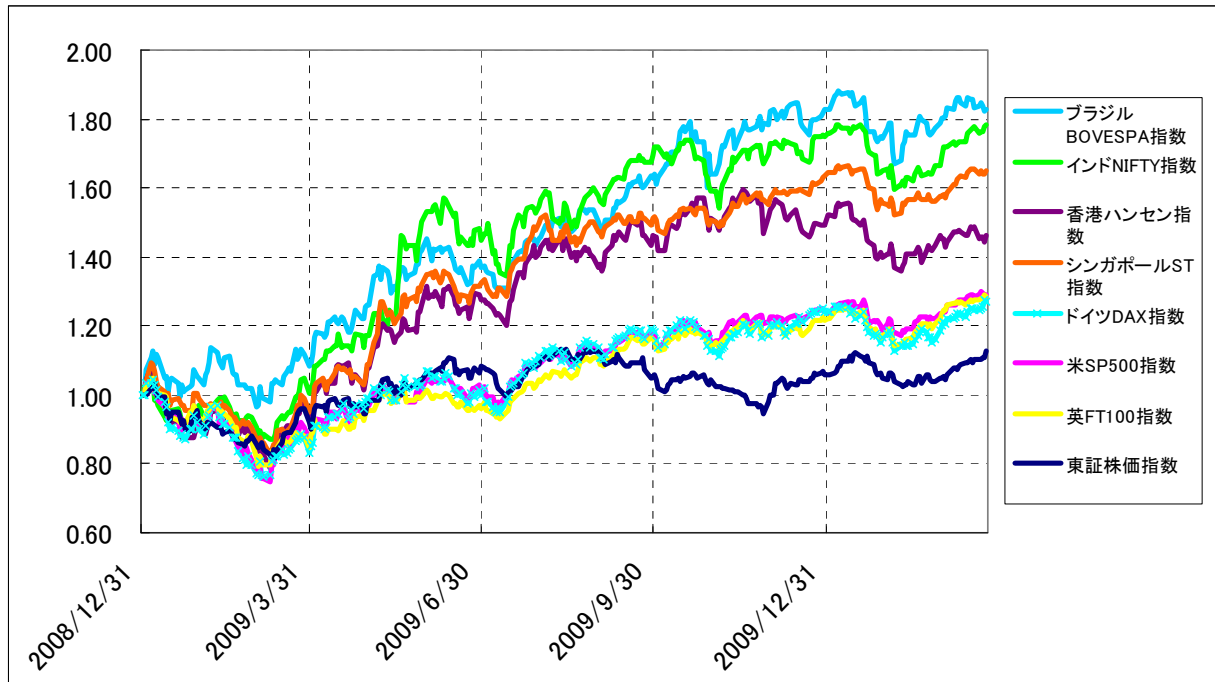
前号でも言及したように、グローバルに主要国の財政破綻が具体的に懸念される状況においては、再びグローバルに金融セクターも相当なダメージを受け、その際には銀行の調達金利も大きく跳ね上がっていることが容易に想定されますが、当面の市場のテーマとしてソブリンリスクが注目を集める状況においては、従来の常識を超えた市場の動きが広がることに留意しておきたいと思えます。(末永)

Global Markets (3月23日～3月26日)

1. オーバービュー

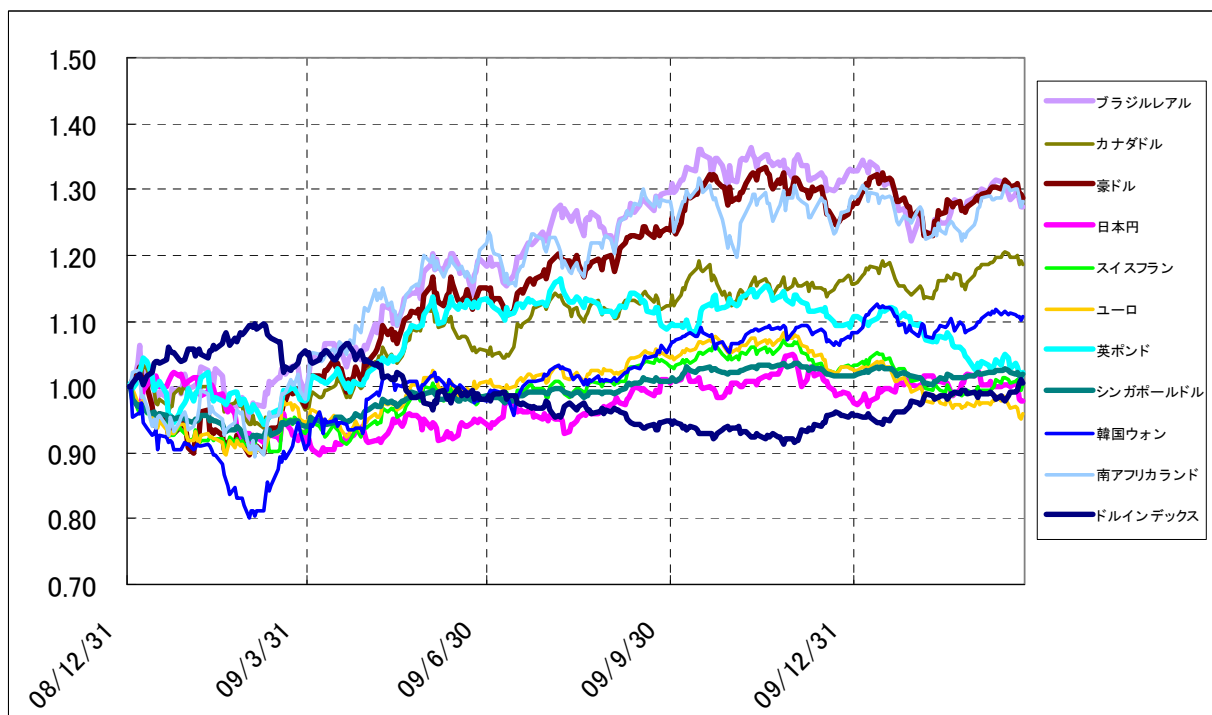
新興国は引き締め懸念が燦ぶりまちまちの動きとなる中、ユーロにおけるギリシャ支援合意もあり、先進国中心に株価は堅調に推移。円安が進む中、日経平均は1万円を越えようやく年初来高値を回復。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

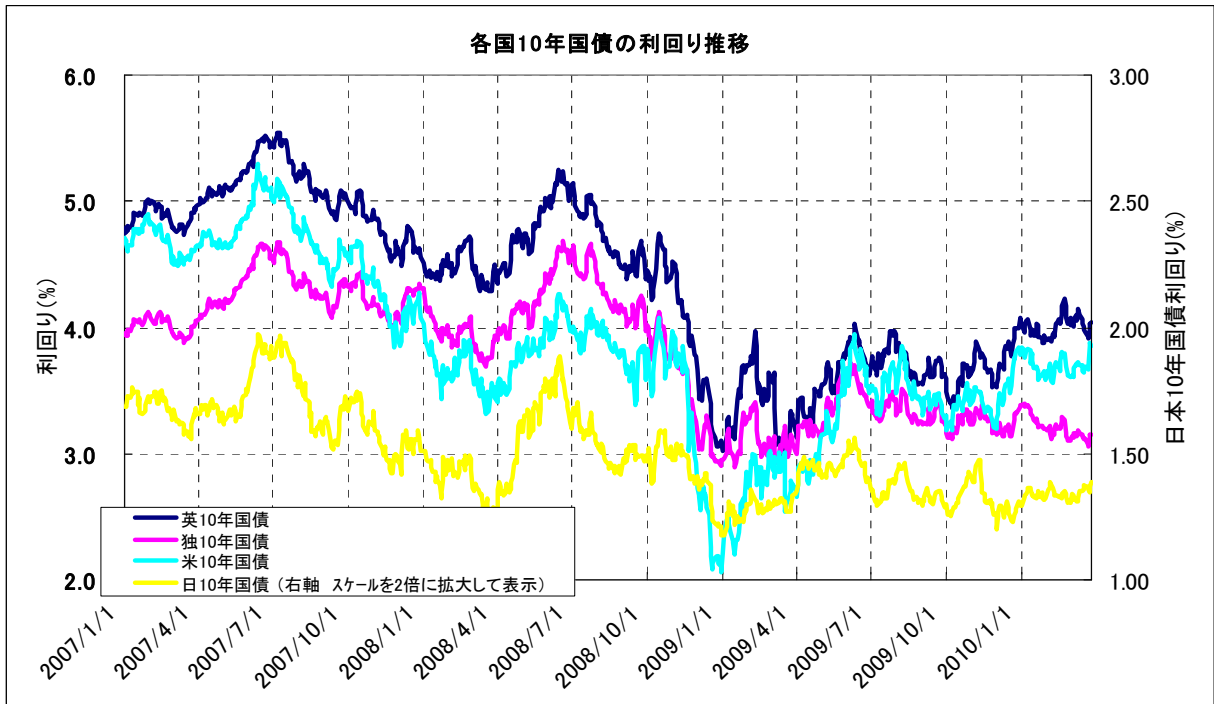


ギリシャ懸念やポルトガル格下げなどを材料にユーロが売られ込まれる中、ドルが買われ独歩高となる展開に。ギリシャ支援策決定後はユーロに買い戻しも。

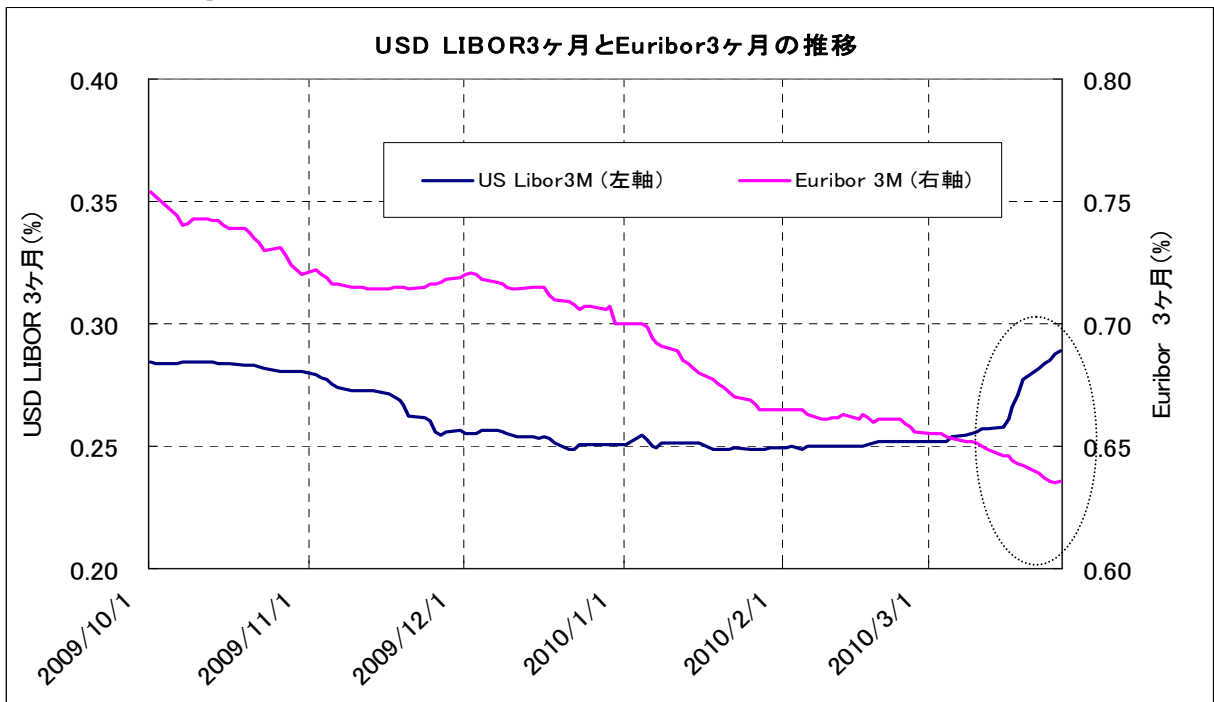
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



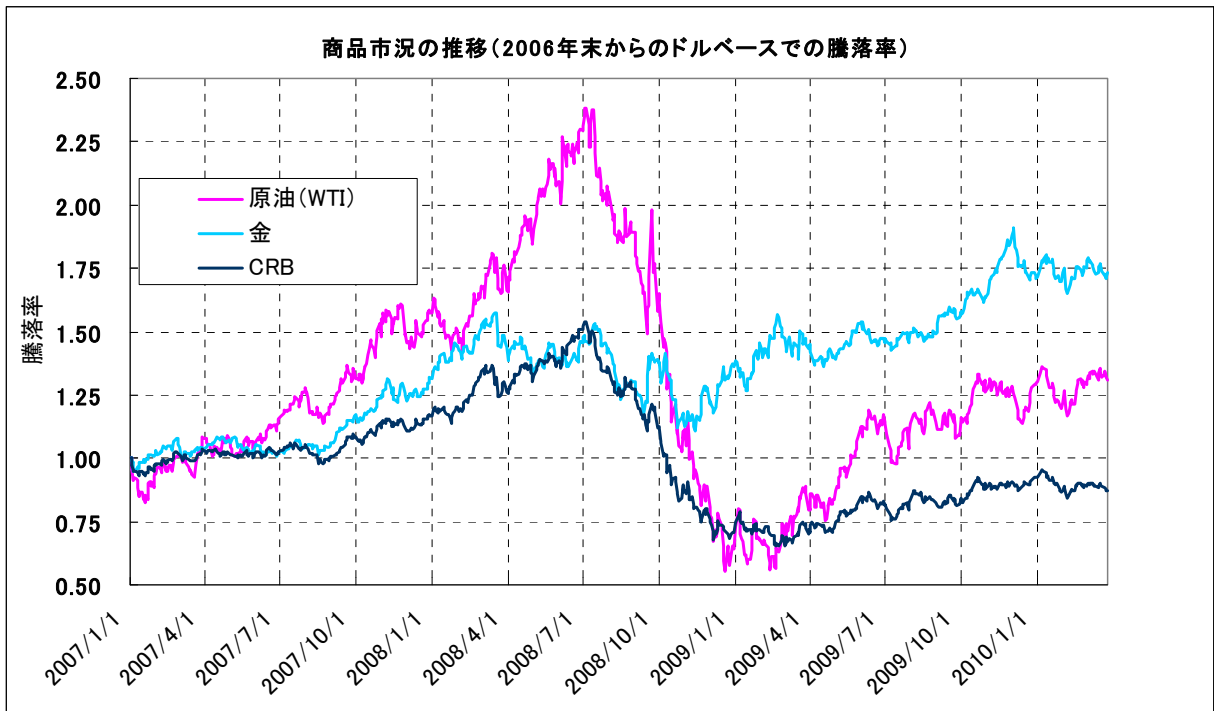
国債市場では、緩和長期化期待は根強いものの、米国債入札の不調も響き、ソブリンリスクを意識して中長期債中心に利回りは上昇する展開に。米ドル10年のスワップスプレッドもマイナスに。



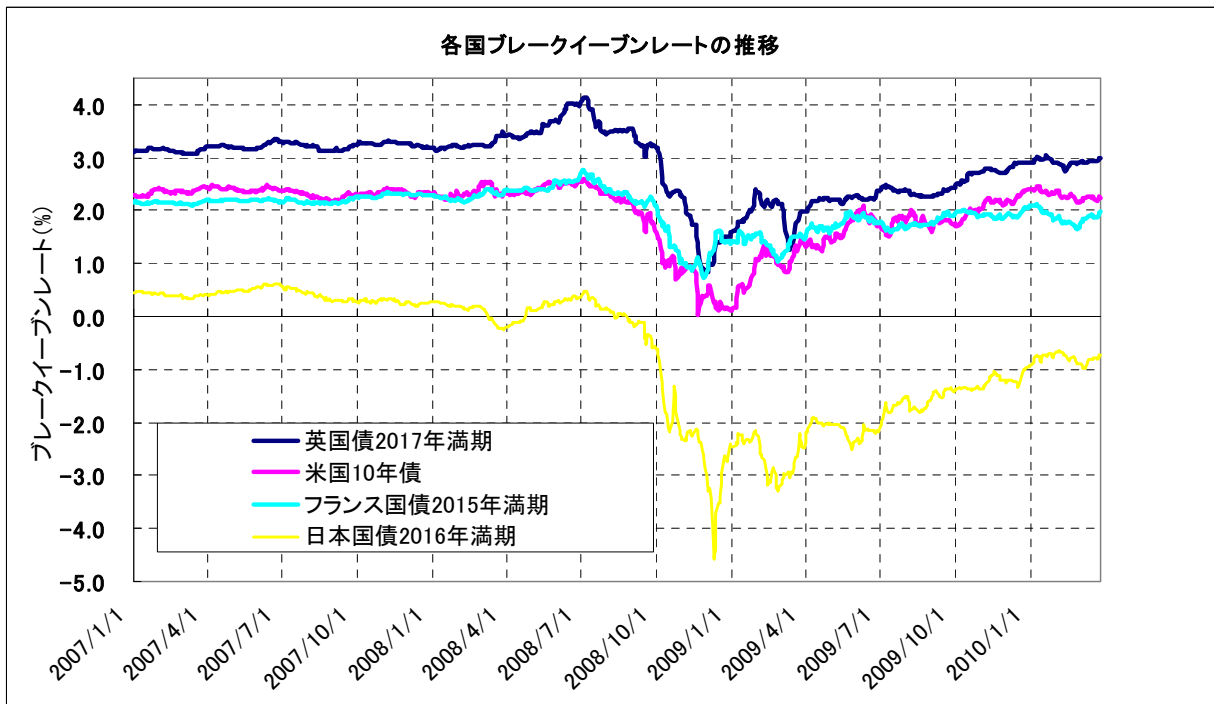
この1週間で1bp程度と極めて小幅ながらも米ドルLIBORの上昇が継続。ユーロ圏の金利の低下も持続。



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)