

今週のトピック – 2015年6月1日

6月から7月にかけての75億ユーロ以上の債務返済のため、ギリシャが取り付ける必要がある新規融資のための債権団との政策面での合意までに残された時間が少なくなっています。

【ギリシャ危機の現状】

ブルーベイでは、ギリシャ危機は今後深刻化し、IMFへの返済は滞る可能性が高いと見ています。ECBがそれでもなおギリシャの銀行にとって必要不可欠な流動性供給を行うとすれば、現在のギリシャ政府とIMF/EUとの間での交渉の行き詰まりは7月以降も続くと考えています。ギリシャ政府は、限られた現金の使途と管理において柔軟な発想力を見せましたが、7月20日が期限となるECBへの35億ユーロの債務返済は避けて通ることが出来ません。



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

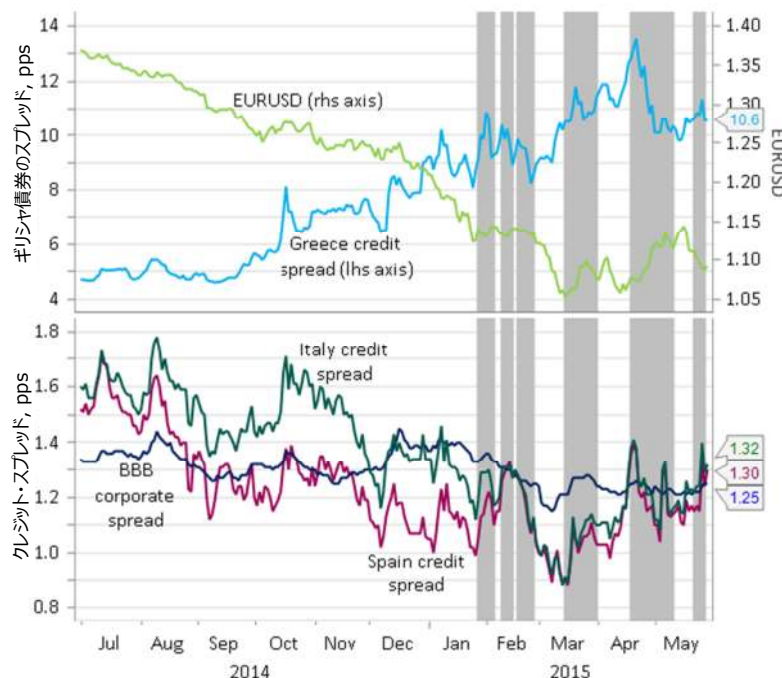
ギリシャと債権団が瀬戸際に立たされるなか、投資家はギリシャのユーロ離脱(“Grexit”)の可能性の高まりを意識し始めると見られ、この影響はその他の市場に波及すると予想されます。ギリシャはこれまで2010年の緊急救済支援策をはじめとして、経済同盟および通貨同盟において前提となるあらゆる原則に対して盾を突いてきました。その後、ユーロ圏において債務不履行(デフォルト)は起こりえないとの認識が広がり、今回もしEUの債権団との間での合意が早期にまとまらなければ、EUへの加盟が撤回不可能であると言う性質をも覆す可能性があります。これは、投資家およびギリシャ国家、EUが今年夏場にかけて真剣に問いかけなければいけない問題となります。

【他市場への波及】

ECBは最も直近(2015年5月28日)公表した半期金融安定報告(Financial Stability Review)において、「ギリシャ情勢の進展に対する金融市場の反応はこれまでのところ比較的穏やかである」とし、これはブルーベイの認識と一致しています。以下のグラフでは、通貨ユーロ相場とギリシャ危機の進展との相関は低いことを示しています。ただし、いわゆる周辺国国債市場においては、限定的ではあるもののギリシャ危機の波及がいくらか見られます。

まず以下の上図では、ドイツとギリシャの10年国債利回りの差(左軸)と、ユーロ/米ドル相場(右軸)が示されています。また下図では、イタリアおよびスペイン国債のドイツ国債に対する上乗せ利回り、これらの国債と同様にBBB格である欧州社債の спреッドが示されています。グレーで網掛けされた部分は、“Grexit”がBloombergのニュースで話題となり、ギリシャ危機が市場の注目を集めた期間を示しています。

図1.
ギリシャ危機、欧州社債、および通貨ユーロ

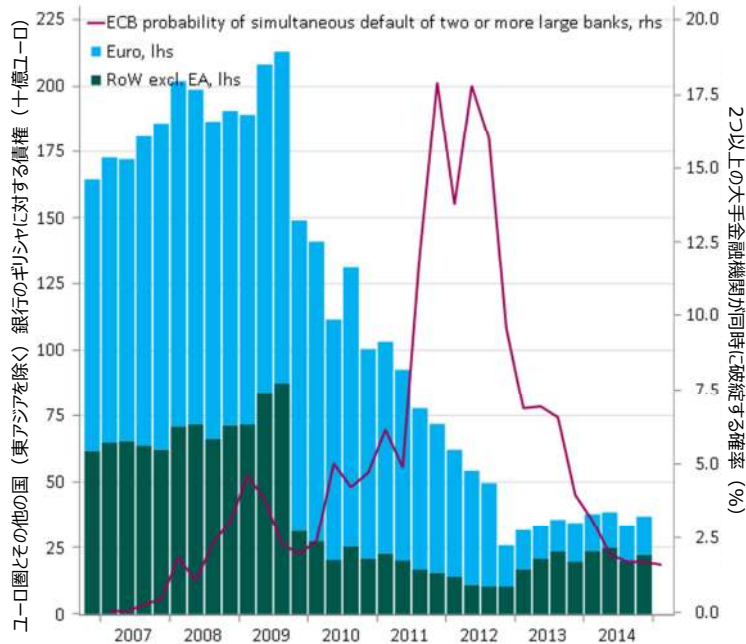


注記：グレーの網掛けは、Bloombergのニュース・トピックスで“Grexit”というキーワードが頻繁に見られた時期。
出所：Macrobond, Bloomberg; 2015/5/27および2015/5/28時点

多くの要因が欧州資産の価格形成に影響を与えているなかで、ギリシャ危機のみの影響を単純に抜き出すことは不可能で、特にECBによる量的緩和(QE)以降はこれが難しくなっています。ただし、周辺国国債スプレッドの拡大はギリシャ危機が強く認識された時期に重なります。ギリシャ危機によるノイズを省き、わずかながらも改善しているファンダメンタルズおよびECBによる債券購入を考慮すれば、周辺国国債スプレッドは、信用格付けが同等で流動性がやや劣る社債よりも縮小している水準が妥当であると考えます。これとは対照的に、通貨ユーロおよび欧州株式市場はこれまでのところ、ギリシャの報道とは非常に低い相関を示しています。

ギリシャがより広範な市場に与えている影響もこれまでのところ限定的で、2011年から2012年にかけての期間と比較すると軽微であると言えます。この要因の一つとしては、金融危機を経て欧州の銀行の多くが自己資本を積み増し、ギリシャに対するエクスポージャーを2009年から2014年末までに1,250億ユーロからわずか140億ユーロまで削減したことが挙げられます。欧州ソブリン危機のさなかには、負債を抱えた国と脆弱な銀行による負の連鎖が、地域や資産クラスを超えて幅広く影響を及ぼす主因となりました。今日ではこれらの関係性はそれほど顕著ではなく、ECBが算出する、2つ以上の大手金融機関が同時に破綻する確率(以下グラフの赤線)によって示されるシステムティックな金融リスクは、ギリシャ危機の進展と足並みを揃えた動きとはなっていません。

図2.
銀行の債権およびユーロ圏銀行の脆弱性



出所：Macrobond, BIS, ECB; それぞれ2014年12月末、2014年12月末、2015年3月末時点

【今後の見通し】

現行の「支援メカニズム」(欧州安定化メカニズム(ESM))やECBの通貨ユーロ安定化およびQEを維持するためには「何でもする」という強い姿勢は、ギリシャ危機が深刻さを増した場合でもその影響は政策当局の姿勢によって限定的なものに留められるとの自信をより深くするものです。そうは言っても、市場がこれまでのところ冷静を保っているのは、ギリシャ危機に対する一部投資家の倦怠感や、ユーロ離脱の可能性が低いという想定によるものであると考えます。今回のギリシャ危機では、ギリシャのデフォルト(当初は民間ではなく公的部門において発生すると見られる)に伴う金融損失よりも、市場参加者が見る“Grexit”の可能性の高まりが、通貨ユーロを含むユーロ建て資産の価格形成のボラティリティを高める要因となると考えています。