



市場営業統括部 チーフエコノミスト 山下えつ子

トピックス 「ギリシャ債務問題の新展開」 p.4

足元のマーケット動向、及び来週の見通し

<来週の予想ポイント>

ドル/円	ドルの頭重い	・ 個々の経済指標に注意。
ユーロ/円	横這い	・ 再びギリシャ問題の決着を見極めたい週。

	今週のレンジ	本日正午	来週の予想レンジ	今後3ヶ月の予想レンジ
ドル/円	79.69-80.77円	80.08円	79.00-81.00円	79.00-83.00円
ユーロ/ドル	1.4450-1.4697ドル	1.4529ドル	1.4300-1.4700ドル	1.4000-1.5000ドル
ユーロ/円	115.92-117.90円	116.38円	114.50-117.50円	110.00-125.00円

(今週のレンジは先週金曜日正午～本日正午、予想レンジは本日正午～来週金曜日正午)

3日に発表された米国の5月雇用統計が大幅悪化となり、ドル下落、米債券相場は上昇。8日にはドル円は79円台後半、米10年債利回りは3%を下回る水準で推移した。しかし週末にかけてドル円は再び80円台に浮上、米10年債利回りも3.00%まで戻した。

米国の雇用統計は非農業部門雇用者数が5万人増と、過去3ヶ月平均の22万増から腰折れ的な弱まりを見せた。失業率も9.0%から9.1%へ上昇し、今年後半の米国の景気に対する警戒的な見方が増えている。一方、ここ数週間発表された5月の腰折れ的なデータの理由がガソリン高、悪天候、日本の震災によるサプライチェーンの停滞の影響などであり、一時的な落ち込みにとどまるとの考えもある。一時的な要因と基調的な弱まりの両方の要因があるというのが答えだろうが、雇用の弱さが続くようならば、立ち直りの時期は後ずれするイメージである。来月の雇用統計やISMの重要性は高い。

来週は15日発表の5月鉱工業生産で自動車生産の動向をチェックした後(4月は日本の震災の影響から自動車で0.2%押し下げられた)、6月エンパイア・ステート・インデックス、6月フィラデルフィア連銀サーベイといった6月の数字に注目したい。日本車メーカーは5月には持ち直しており、米国統計にもプラスに反映されると予想されるほか、6月の数字も5月の腰折れ的数据が“一時的”とすれば、リ

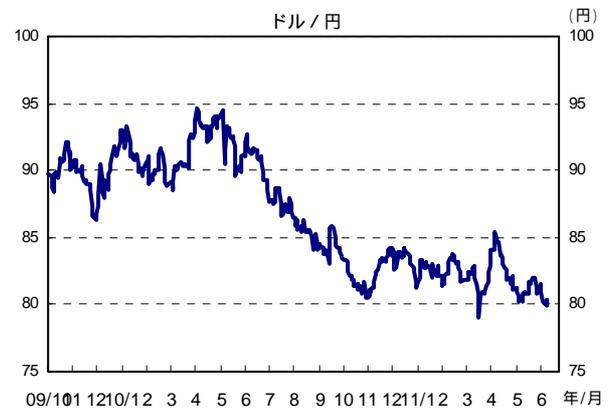
- ・ FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り扱い中の営業部/支店にお願い申し上げます。
- ・ FOREX WEEKLY は弊行ホームページでもご覧頂けます。(http://www.smbc.co.jp/ マーケット情報 外国為替情報 フォレックス・ウィークリー)

本レポートは情報の提供を目的としており、何らかの行動を喚起するものではありません。ここに示した意見は本レポート作成日現在の筆者の意見を示すのみです。データや数値の抽出範囲・基準は任意で設定している場合があります。データ・資料等については、数値等の誤りが含まれている可能性があります。本レポートに基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失について当行は一切責任を負いません。投資や資金運用に関する最終決定は、お客さまご自身で判断されるようお願い申し上げます。

バウンドするはずだ。それらの程度からマーケットは“一時的”部分と基調的部分の切り分けの目安を付けることになる。上手くリバウンドすれば景気先行き警戒感は緩み、予想ほどのリバウンドがなく（最悪は連続的に悪化すれば）警戒感が再び強まり、ドル安・株・金利低下、の展開となろう。普通に考えればリバウンドがあるはずだが、ダウンサイドに傾いた際には相場は強く反応し、ドル円は再び 80 円を下回って 80 円台回復は当面望みにくくなるだろう。

一方、欧州ではギリシャ債務問題は EU/IMF による次回融資については概ねクリア、現在は 2012 年以降の資金不足への手当てで喧々諤々。ギリシャ国内の財政再建案の議会承認が遅れているため（6/28 目途との報道あり）、6/20 の EU 財務相会合や 6/24 の EU 首脳会議では大枠合意以上のことはないと思われる。6/9 の ECB 理事会では大方の予想通り、7 月利上げが示唆された。これで再びマーケットの注目は欧州債務問題に戻る。しかし「デフォルトはさせられない」が結論である以上、ニュースは引き続きノイズだが、今はニュースによって振られる幅は小さいだろう。来週はドル中心の展開が予想される。ユーロドルは 1.45 を挟んだレベルでドル次第の動きとなろう。

日本では今週発表された 5 月景気ウォッチャー調査や 5 月消費者態度指数ではセンチメントの好転が確認できた。他の統計データ等と同様に、震災からの回復は想定以上に速い。一方、政局不安に加え、原子力発電所の定期点検後の再稼働が難航しており、東北電力、東京電力の管轄地域以外でも節電が必要となる可能性が出始めた。だが、来週 13・14 日に開催される日銀の金融政策決定会合では、日銀は足元で出てきた不透明材料よりも、震災からの持ち直しの動きをまずは重視し、景気判断はその点を安堵する内容となると思われる。



(データ出所: Reuters)

各種相場の動き

< 債券 (日本国債・10年債利回り) >



< 債券 (米国債・10年債利回り) >



< 株 (日経平均株価) >



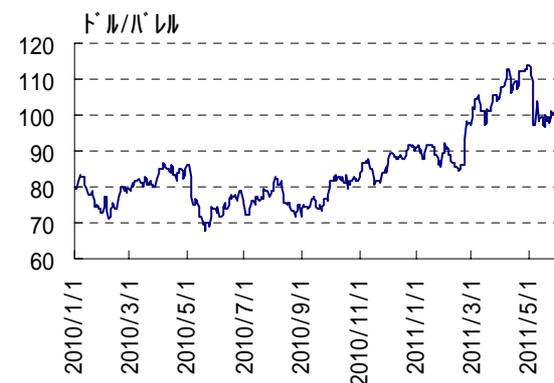
< 株 (米ダウ) >



< 株 (上海総合指数) >



< 原油 (WTI 先物 (期近物)) >

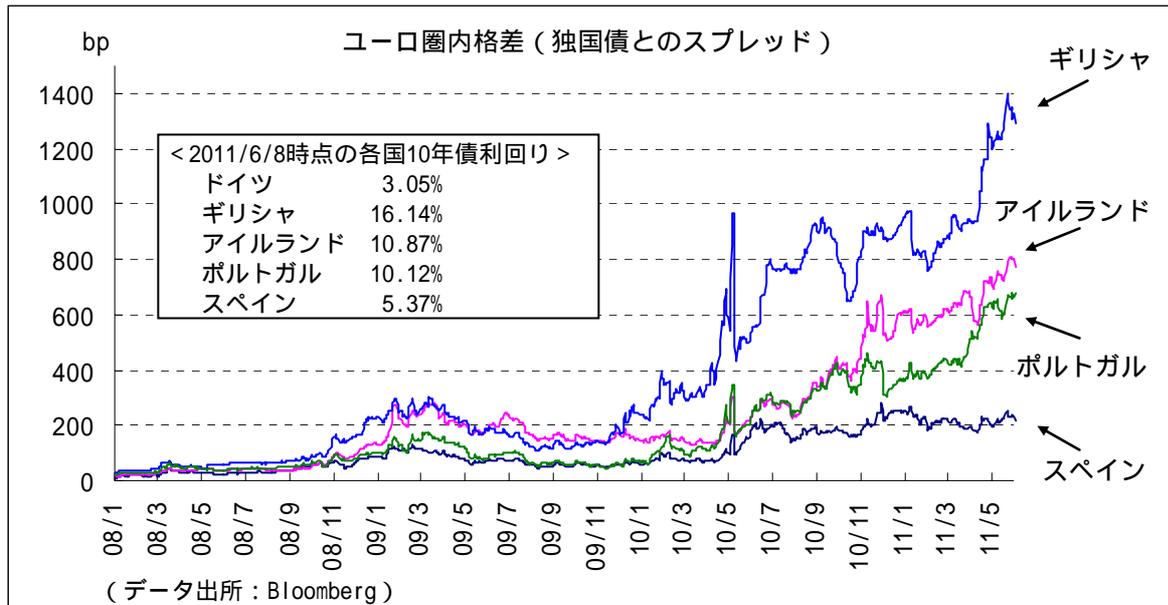


(データ出所: Bloomberg)

トピックス 「ギリシャ債務問題の新展開」

チーフ・エコノミスト 山下えつ子

昨年5月初旬にEU/IMFがギリシャに対する金融支援を決定してから1年余りが過ぎた。だが、(1)ギリシャの財政状況が予定通りに改善せず、資金調達必要額が当初見込みよりも拡大し、かつ、(2)アイルランドとポルトガルも金融支援を要請したこともあり、国際金融市場における欧州債務問題に対する警戒感は強まる一方で、予定されていた2012年初期からのギリシャの国際金融市場への復帰(=国債発行による自前の資金調達)は困難だと見られている。



昨年5月に定めた総額1100億ユーロの融資プログラムは3ヶ月ごとに査定を受けながら進行している。EU/IMFによる第5回融資のための査定結果は早晚発表されるが、問題が二つ発生している。(1)融資の前提となるギリシャの追加緊縮財政政策の成立が遅れていることだ。国有資産売却などの政府案に対する抵抗が強く、現与党は議席数では過半数を有しているものの、与党内にも反対があるため、6/28と報じられている議会採決の結果は確実ではない。(2)二つめの問題は、IMFの融資には向こう12ヶ月に亘って事前に特定された資金不足が存在してはならないとの規定があり、2012年に予定されているギリシャの金融市場復帰が困難な場合、資金不足が発生するため、IMFは融資を承認できない。

ギリシャにおける緊縮案の成立および2012年のギリシャの資金不足の手当ての保証、の二つが目下の重要課題である。クリアできずに第5回融資が実行されなければ、まず7月のギリシャ国債の償還に支障が出る。

上記第2の問題は6/20のユーロ圏財務相会合や6/24のEU首脳会議で追加措置を講じるとの合意があれば、具体的方法に合意がなくても、恐らく、とりあえず良しとされるだろう。だが、議論は続く。

公開情報が極めて少なく、報道ベースの情報を見るのみだが、現時点ではEU内部では多様な意見や案があるようだ。感情論的には、当事国であるギリシャの財政再建の遅れに対する苛立ちや、支援に対する世論の不満とその結果としての与党の敗退などに直面し、デフォルトさせるべきとの意見が表明されることもある。一方で、たとえばECBは、デフォルトによる国際金融市場の混乱と欧州周辺国への伝播を強く

警戒し、デフォルト（債務不履行）はもちろんのこと、格付機関によってデフォルトとみなされる方法は認めない、としている。

下表は各種報道から現在出ている案と思われるものを整理したものである。目先も第5回融資が実行されなければ債務不履行となるリスクがあるが、ギリシャが自前で資金の手当てが出来ず、かつ、外部からの金融支援もなく、あるいは投資家による何らかの債務再編への合意がない、となると、2012年以降はギリシャ国債のデフォルトは現実味を帯びることになる。

だが、議論はもっと複雑であるようだ。下表のように様々な案のうち民間債権者の関与を求めるケースが現時点での中心的なもののようにだが、その際に格付機関がその事項をデフォルトに陥ったとみなすリスクがあること、また、民間債権者がどこまで協調するかという問題がある。

下表のうち左端の矢印のように、ドイツ案のような債務交換であっても、民間投資家が自発的な行動とは認められずにデフォルトに格付機関がデフォルトに陥ったとみなす可能性がある、との指摘もある。

	具体的な内容	備考	
	デフォルト（債務不履行）	償還不能	
	債務リストラ	元本・利払いの減免	一方的 or 合意？
	ソフト・リストラ (reprofiling)	償還期限の延長	合意必要？
		民間債権者によるロールオーバー合意	強制的 or 自発的？
		民間債権者による債務交換(既発債と償還期間の長い国債とのスワップ)	ドイツ案 自発的なのか？
		民間投資家による自発的な債務借換え	E C B案？
	EU/IMFによる追加融資		

(注) 各種報道から筆者まとめ。

ギリシャ国債は約3割を国内の金融機関および公的機関が保有し、約7割を海外勢が保有している(右表。短期債を含めても割合は大きいは変わらない)。

ギリシャ国債の保有者構成 (単位:百万ユーロ、%)

	残高	割合
合計	200,713	100.0
国内	58,897	29.3
金融機関	35,874	17.9
公的機関	20,440	10.2
海外	141,816	70.7

(資料)ギリシャ中銀、長期債、2010年末。

(統計のベースが異なるので正確には計算できないが、)民間銀行の保有額に次ページ

表の数字を用いると、海外保有のうち、約25%を海外民間銀行が保有、残り約75%を銀行以外の例えば年金、ヘッジファンド等、海外公的機関などが保有している。欧州の民間銀行のみを取り出すと海外保有分の約18%に相当する。

銀行による欧州周辺国の政府対外債務の保有額 (単位：百万ドル)

	ドイツ	フランス	スペイン	イタリア	欧州計	英国	米国	日本	合計
ギリシャ	22,651	14,960	540	2,345	52,258	3,408	1,505	432	54,196
アイルランド	3,123	4,007	17,700	691	15,355	4,543	2,187	1,169	19,486
ポルトガル	7,827	8,214	8,451	611	32,388	2,146	1,102	1,120	34,611
スペイン	28,578	30,294		5,256	88,054	9,589	3,765	8,869	102,003
4カ国合計	62,179	57,475	26,691	8,903	188,055	19,686	8,559	11,590	210,296

(注1) BIS報告銀行対象。

(注2) 政府の対外債務には国債以外も含まれる。

(資料) BIS、2010年末。

民間債権者の関与を求める方向で議論が進みそうな気配だが、全投資家の合意を得ることは難しいであろう。こうした場合、銀行団が対応の主体となる可能性があるが、債権者にとってどの方法が最も好ましいのか。今後は民間債権者の意見も多く聞こえてくることになるだろう。

(以上)