

CIO Weekly Perspectives

ヨーロッパが市場を震撼させる

Joseph V. Amato

ニューバーガー・バーマン・グループ LLC プレジデント 兼 株式部門最高投資責任者

2018年6月5日

イタリアの混乱で、ユーロ圏がまだ多くの構造的な問題点を抱えていることを再確認することになりました。



先週火曜日のイタリアにおける政治リスクの高まりで、市場は大きく動きました。ニュースを受けて、市場は大きな進展は期待できないとの考えから、翌日の市場は全面売りの相場となりました。政権樹立のために政治家たちが慌ただしく奔走する中、伊 2 年物国債の利回りは 180bp を超える上昇となり、まさに「テール・イベント」となった一方、市場全体へのシステミックな波及は限定的でした。

しかしながら、この出来事により、ユーロ圏には、システミック・リスクとなりえる構造的な問題点が多く残っていることを再認識することになりました。ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁が 6 年前に、「ユーロ危機を救うためにできることは何でもする」と発言して以来、政治家や投資家はこうしたリスクを意識しないようにしてきました。

イタリアはユーロ圏の縮図

伊 2 年物国債の利回りはわずか 2-3 週間前までは、マイナスで推移していたことは注目に値します。先週火曜日、安全資産として独国債が買われ、米 10 年物国債の利回りは 15bp 下落しました。スペイン(同国自身の政情不安を理由に)とポルトガル国債の利回りは大きく上昇しました。また、信用スプレッドが拡大し、グローバルで銀行株が売られました。伊 2 年物国債は大きく売り込まれましたが、市場全体への不安の連鎖は限定的なものにとどまりました。

「五つ星運動」連立政権が再度の総選挙ではなく、ユーロ支持派の経済相の選出による内閣組閣を目指したことで、リスク資産は買戻されました。当初、経済相候補に挙がり、政権樹立への障害となったユーロ懐疑派であるサポーナ氏は欧州担当相に任命されたものの、イタリアが木曜夜までに政権発足を果たせたことは、反発材料としては十分です。

実際のところ、市場の反応は、ユーロ圏全体が抱える縮図ともいえるイタリアの問題を考慮していません。イタリアは輸出型企業が牽引する経済大国です。しかしながら、その富および経済力は、北部に集中しており、南部がその恩恵をほとんど受けていません。南部は、低所得、高い失業率、高齢化といった問題に加え、移民問題にも直面しており、国からの援助に大きく頼っています。

これまで、イタリアを含め、経済が低迷している国は、通貨切り下げを通じて経済立て直しを行ってきましたが、ユーロ加盟により、通貨切り下げを行うことはできなくなりました。しかし、ユーロ圏加盟国の中で、輸出主導型経済大国は、通貨切り下げをせずに、イタリアの経済成長を助長するために必要な協調財政には消極的な上、組織として脆弱なユーロは加盟国に対策を強要することはできません。欧州の銀行同盟は暗礁に乗り上げており、ユーロ圏の財政危機に対処するために新設された 300 億ユーロの「欧州投資安定化機能」は、サイズや条件の面で、危機対応に決して十分なものとは言えません。

改善への見通し

もちろん、2012 年以降、欧州では進展もありました。スペイン、ポルトガル、アイルランドは経済成長および安定化への軌道修正に成功しました。イタリアは債務残高の対 GDP 比で 160%と依然と高水準にあります。先週でさえ、56 億ユーロの入札を無事にこなしました。ECBによると、2017 年第 3 四半期末時点で、銀行の不良債権比率は 12%超でしたが、大規模な銀行資産売却により、前年同期比では、16.6%から改善しています。

しかし、ECB が半期ごとに刊行する金融安定報告 (Financial Stability Review) でも指摘されている通り、こうした改善やシステミック・リスクが顕在化していない背景は、足元の国内外の経済成長によるものです。比較的経済状況が安定していたこの 6 年間でさえ、ユーロ圏の構造改革は難航しました。今後、経済見通しに不透明感が高まる中、構造改革を進めること、あるいは問題から目をそらすことは更に難しくなるでしょう。

こうしたことを踏まえ、いくつかわかることがあります。1 つ目は、ユーロ圏の構造的な欠陥に内在するシステミック・リスクは長期にわたり休眠状態にあるものの、無視することのできない要素であることです。2 つ目は、ドラギ総裁および ECB は、金融引き締め政策を考え始めるにあたり、慎重な姿勢からの転換をする可能性があります。

多くの点で、イタリアはユーロ圏、政治・経済の見通しに対する最大の懸念材料です。低成長、政治分裂、債務残高の高さといった困難な状況への解決策が、ユーロ圏の長期的成功の鍵を握っています。ユーロ圏は世界最大の経済規模を有しており、注視が必要です。

- CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは[こちら](#)。
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)
- 過去の CIO Weekly Perspectives は[こちら](#)。
- Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。個別銘柄はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、また価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.00%(年率、税抜き)を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用

戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

ニューバーガー・バーマン株式会社

Neuberger Berman East Asia Limited

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会