

みずほマーケット・トピック(2014年3月4日)

ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて

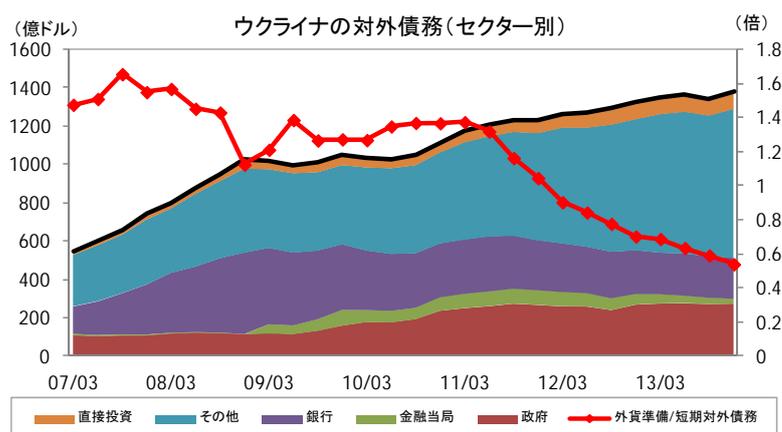
ウクライナ問題がEU及びユーロ圏へ与える影響を考察。最悪のシナリオは緊張が極まって軍事衝突に至る展開だが、経済・金融面では同国の対外債務が債務不履行(デフォルト)も懸念材料。同国の外貨準備は短期対外債務及び輸入に照らして不足しており、ウクライナ・フリブナの急落を踏まえれば、金融支援が無い限り、デフォルトの可能性も否めず。だが、ウクライナが国際金融システム、特に地理的に近いユーロ圏の金融システム(ユーロシステム)に及ぼす影響は微小。最もエクスポージャーの大きいイタリアでも、対外与信総額の約0.7%、銀行部門総資産額の約0.1%に過ぎない。最近のユーロ相場の動きを見ても、同問題がEU及びユーロ圏に深刻なダメージを与えると考えている向きは多くなさそう。最大のリスクは天然ガス供給の停止であり、EUはウクライナ経由でロシアからの調達に依存している。2006年を上回る混乱には要注意が必要か。

～ドル/円の上値にはキャップが掛けられた局面が続く～

為替市場では引き続きウクライナ情勢が最大のドライバーとなる地合いが続いている。地政学的リスクが慢性的に高まる中であって積極的に円を売るムードは生じ難く、昨日のドル/円は一時101.21円まで値を下げている。6日(木)にはECB理事会、7日(金)には米2月雇用統計を控えているものの、それらの結果如何にかかわらず、ウクライナ情勢を巡る混乱が現状のままでは、基本的にはドル/円の上値にはキャップが掛けられた局面が続かざるを得ないだろう。

～ウクライナの対外債務を巡る状況～

ウクライナ情勢を巡る最悪のシナリオは緊張が極まって軍事衝突に至る展開と思われるが、これと同時並行して同国の対外債務が債務不履行(デフォルト)に陥るシナリオも現実味をもって不安視される。図示されるように、政府や金融当局といった公的セクターや銀行のような金融セクターの対外債務が際立って膨張しているわけではないが、その他民間部門の対外債務は2011年以降に著しく増大して



(資料)ウクライナ中央銀行、※短期対外債務は1年未満の債務

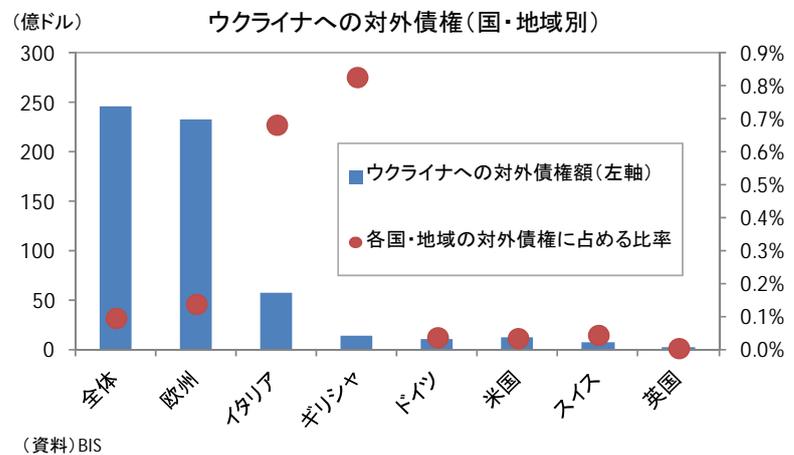
いる。この中身は長期の銀行借入や短期の貿易信用などが効いているが、具体的に何なのかは不明である。ロシアとの結びつきの強さを踏まえると鉱物性資源(石油や天然ガス等)への支払い遅滞などではないかと推測される。対外部門の危機判定に用いられることが多い「外貨準備÷対外

短期債務(1年未満の債務)の比率は目安となる1倍を割り込み、昨年12月末時点では0.5倍程度まで落ち込んでいる。また、「外貨準備÷輸入額(直近1年間の単月平均を使用)」の比率についても、目安となる3か月分を割り込む状況が続いている。外貨準備は明らかに不足している。2月26日にはウクライナ中央銀行のクビフ総裁が外貨準備に関し、150億ドルまで減少している事実を公表しており、通貨ウクライナ・フリブナの急落による対外債務の膨らみを踏まえれば、同国の対外経済部門の支払い能力は時々刻々と悪化していると考えるのが自然である(しかも、これらは公式統計ベースの話であり、それらに表れない債務が存在する可能性も排除できない)。

昨日公表されたG7緊急共同声明において「強力な金融支援を提供することに結束してコミット(約束)している」との旨が謳われたのは、こうした状況を踏まえた動きであり、地政学的リスクに市場混乱のリスクが被ることがないように先手を打ったところだろう。

～ウクライナへのエクスポージャー:イタリアが大きめだが・・・～

しかし、本当に不安視されるのはウクライナの債務不履行よりも、それ自体が国際金融システム、特に地理的に近いユーロ圏の金融システム(ユーロシステム)にどの程度のショックをもたらすかだろう。現に、昨日の欧州株式市場ではウクライナ向けの債権を多く保有する金融機関の株式が大きく値を下げの動きが見られている。だが、ウクライナ問題がユーロシステムにもたらす影響



大きいとは言えない。国際決済銀行(BIS)の国際与信統計を元によると、2013年9月末時点でウクライナの対外債務(対主要24か国の銀行)は247億ドル存在するが、この内の約95%の233億ドルが欧州系銀行である(図)。これを国別に見ると、イタリアの58億ドルが最も大きいですが、これはイタリアの対外与信総額(約8424億ドル)の約0.7%、銀行部門総資産額(約5.5兆ドル¹)の約0.1%に過ぎない。対外債権に占めるウクライナ向けのシェアで見ると、図で見るとギリシャがやや高いように見受けられるが、それでも約0.8%である。少なくとも公式統計から得られるエクスポージャーを見る限り、ウクライナの債務不履行がユーロシステムに与えるショックは限定的と考えられる。

為替相場を見ても、ウクライナ情勢の緊迫化が報じられて以降のユーロ相場はむしろ堅調であり、同問題がEU及びユーロ圏に深刻なダメージを与えている向きは多くなさそう。

～リスクは天然ガスの行方に～

ウクライナ問題にリスクを見出すとすれば、天然ガス供給の行方に絡んだ論点だろう。ロシア発、ウクライナ経由で天然ガスを調達するEUの立場を踏まえると、ロシアがウクライナへの天然ガス供給を停止する展開は脅威である。本格的にエネルギー供給制約が問題になってくれば、EU及びユ

¹ ECB データ。2013年9月末時点では約4.1兆ユーロ×1.35ドル/ユーロ=5.5兆ドル。

ーロ圏の経済を下押しする可能性は否めない。

2004年にウクライナではオレンジ革命が発生、親欧米政権のユシチェンコ政権が誕生した。この際、ロシアの天然ガス供給を掌握するガスプロム社がウクライナ政府に対し、供給料金の値上げを突き付けた。この価格交渉が決裂したことに伴い2006年1月には一時的にウクライナへの天然ガス供給が停止されるということがあった。この際、EUへの天然ガス調達も途絶えたが、1月下旬には直ぐに供給が再開され、大事には至らなかった²。

ウクライナ問題がユーロ圏経済に打撃を与え、ユーロ相場にも影響を及ぼすとすれば、天然ガス供給を巡ってこの時以上の混乱が生じた場合だろう。昨日の段階でガスプロムはウクライナ向け天然ガスへの値引き適用を終了する可能性を示唆しており、天然ガス供給が制約され、EU及びユーロ圏経済を下押しするシナリオはあながち無視できないのが現状である。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

² 石油天然ガス・金属鉱物資源機構 (JOGMEC) 『繰り返されたロシア・ウクライナ天然ガス紛争』2009年3月。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店動向は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン連連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を詰める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か?
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか?～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方