

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (2013年8月23日)

## ユーロ：OMTがOMGに？

## 要約

ユーロ/ドル相場は米国における資産購入縮小開始期待を受けた金利上昇とドル高圧力にも拘らず、むしろユーロ圏景気の循環的な持ち直し傾向と欧米金利差縮小を背景に1.34ドル近辺で堅調に推移しており、9月にかけてはこうしたトレンドが続き1.36ドル程度まで続伸する可能性もある。もっとも、その後は独総選挙後に下されるとみられる独憲法裁判所によるECB債券買切りプログラム(OMT)の是非に関する判断の遅れや合憲としても条件を付ける場合には、OMT実施可能性により沈静化されていたギリシャ、ポルトガル、イタリア等での債務・政治危機の懸念への懸念が高まるリスクがあり、10月以降の悪材料として再び意識されてくる可能性がある。このため、年末に向けた1.25ドル方向へのユーロ反落リスクに備え、9月にかけてユーロは売り場を探る展開となろう。

## 最近のユーロ堅調

ユーロ/ドル相場は、ユーロ圏周縁国(イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、キプロス等)の債務問題や成長率低迷は続いており、ユーロ圏全体での失業率上昇傾向に歯止めはかかっておらず、追加的な景気下支え策としては金融政策しかないはずで、ユーロ安予想およびユーロ安の必要性に関する議論は根強い(2014年のコンセンサス予想は1.25ドル)。にも拘らずユーロ/ドルは1.30ドルを超える状況が続いており、下値も1.28近辺では下支えされ底堅さを意識させる展開が続いている。こうした背景には、足許のPMI等のサーベイ調査を中心にみられるユーロ圏の循環的な景気底入れが、ユーロ圏債務危機を受けたセーフヘイブンとして需要が集まりしばしばマイナス金利となっていた2年物などのドイツ中期債券の巻き戻し(金利上昇)に繋がり、米国の資産購入縮小開始期待を受けた同年限の米国債利回り上昇を凌駕し、欧米金利差がユーロ圏に有利に動いていることが一因となっている(図1、2)。なお、ドル/円は現状、10年金利差との連動性が高い一方、ユーロ/ドルは歴史的に2年金利差との連動性の方が高く、足許の5年、10年といった年限におけるドルに有利な方向への金利差拡大とユーロ/ドルは乖離している。

目先、欧米でいえば9月FOMCにおける資産購入縮小開始如何が焦点となるが、ユーロ/ドルと連動性が強い2年金利差については、米2年金利は資産購入関連よりもFF金利引上げタイミングに関する見方の影響も強く受け、こちらは2015年まで1年以上も変更の見通しはなく当面は資産購入関連のニュースの影響は限定的とみられ、当面米2年債利回りの上昇は限定的となろう。他方、ドイツ2年債利回りについては、ECB政策金利が0.50%を下回っていることもあって、ユーロ圏景気の循環的改善が続けばもう少し上昇余地があるかもしれない。欧米金利差の更なる縮小がユーロ/ドルを押し上げる可能性がある。昨年10月以降の欧米2年金利差とユーロ/ドルの水準の関係をみれば、金利差が0.10%ポイント程度縮小すればユーロ/ドルが1.36ドル程度へ上昇してもおかしくない。

図1：欧米2年金利差とユーロ/ドル

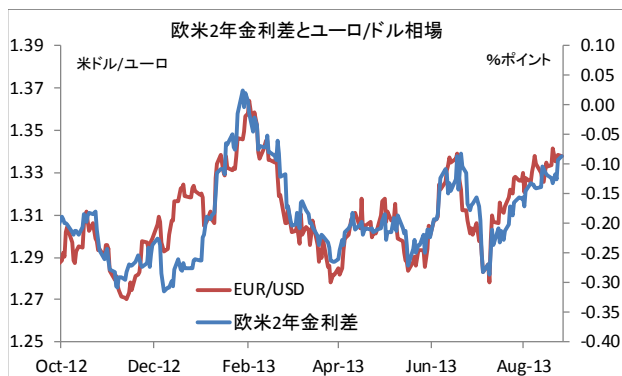
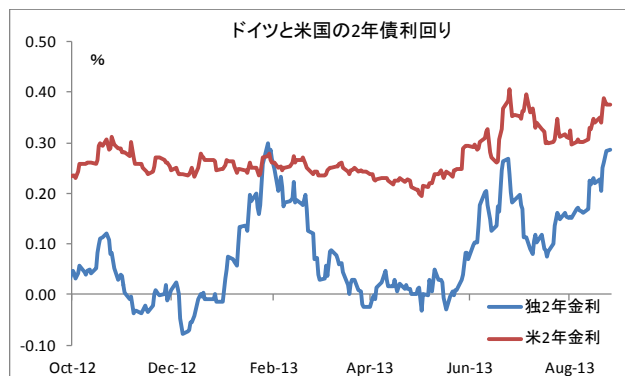


図2：ドイツと米国の2年債利回り



## OMT と高債務国政局不安のせめぎ合い

但し、ユーロ圏景況感の改善はあくまで循環的なもので、財政緊縮からくる成長抑制と失業率の上昇継続といった構造的な問題に改善はみられず、年末までに失速するリスクがある。ユーロ圏の景気見通しをみると、GDP 成長率は今年 10-12 月期に前年比でプラス化が予想されているものの、失業率はペースは鈍化するが来年 1-3 月期まで上昇が続く中、インフレ率は同時期の市場予想で前年比 1.3%と ECB の中期的な物価安定の定義である「2%を若干下回る水準」からは十分に下方かい離する見込みとなっており、特に前述のようにユーロ高が続く場合には、政治サイドから金融緩和要求が出易い状況となる（図 3、4）。

図 3：ユーロ圏高債務国の GDP 予想

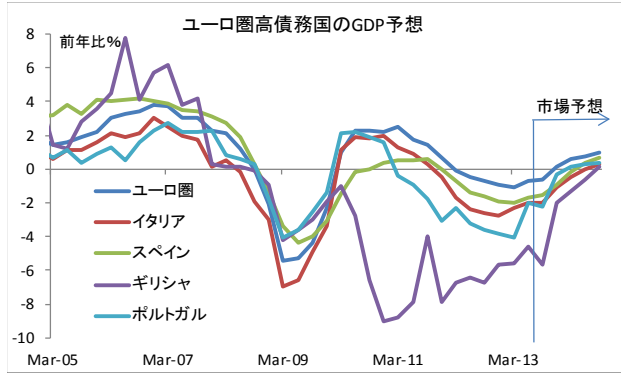
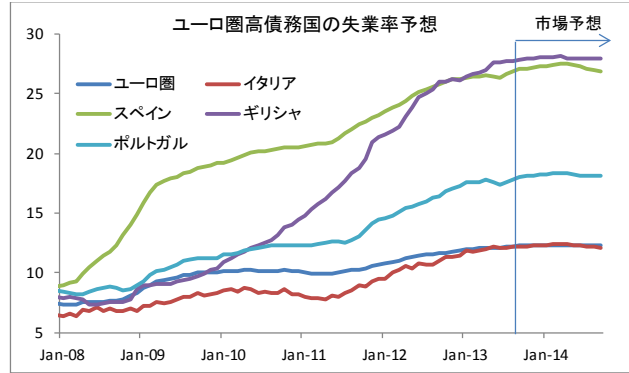


図 4：ユーロ圏高債務国の失業率予想



また、9月以降は、9月22日のドイツ総選挙後まで保留されているドイツ憲法裁判所による ECB の債券買切りプログラム (OMT) の妥当性に関する判断が出される見込みで、結果的には合憲と判断される可能性が高いものの最終判断が出るまでに時間がかかる場合や、合憲でも条件付きの場合は市場の懸念が再燃する可能性がある。10月にかけては、ギリシャ、イタリア等で重要イベントが予定されていることもあり、OMT の実施可能性が歯止め役となっていたユーロ圏債務問題が再び市場の材料となってくるリスクがある。この場合、ユーロ/ドルに徐々に売り圧力がかかり、1.25 ドル程度への調整に繋がる可能性が出てくる。なお、ドイツ総選挙については、Merkel 首相率いる連立与党側の勝利の可能性が高く、現時点では波乱要因にはみられない。

現在のところ、これら高債務国では、最近数々の政治的危機等があったものの市場の中心的材料とはなっていない。ギリシャでは今年6月21日に国営放送閉鎖を巡り連立与党の一翼である民主左派党が離脱、Samaras 首相率いる新民主主義党 (ND) と全ギリシャ社会主義運動 (PASOK) で 300 議席中 153 議席と過半数ぎりぎりとなったが、市場の関心は総じて低かった（図 5、6）。とはいえ、9月にもトロイカ（欧州委、ECB、IMF）による財政審査が開始される見込みで、追加的な財政緊縮の必要性が指摘される可能性がある。

ポルトガルでも、今年4月に同国憲法裁判所が政府が推進する財政緊縮策の一部に対して違憲であるとの判断を示し、7月初には財務相、外相が相次いで辞任、政治危機が深まった際には同国債券利回りに上昇圧力がかかったが大幅なものではなく、その後7月末に改造内閣が発足すると一旦政治危機は沈静化した。もっとも、来年にかけて第2次支援が必要となる可能性は燻っている。

イタリアでも、今年2月の総選挙後の政治的空白後、4月末に漸く Letta 連立政権が発足したが、6月には Berlusconi 元首相・連立与党自由国民党首に対して有罪判決が下された後、同氏の議員資格を巡り政権内部で対立が続いており、9月にも議員資格はく奪の是非を問う採決が行われることから、結果次第では再び政局不安に繋がるリスクがある。

図 5：ユーロ圏高債務国の 10 年債利回り

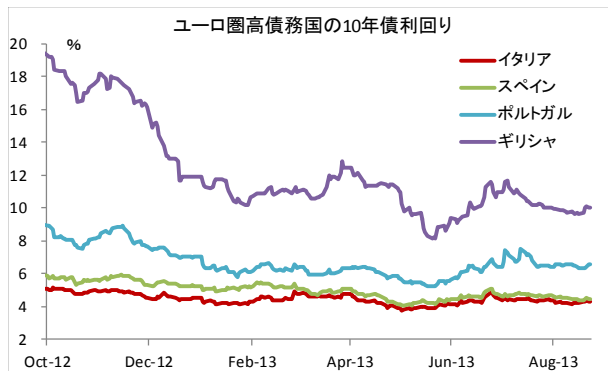
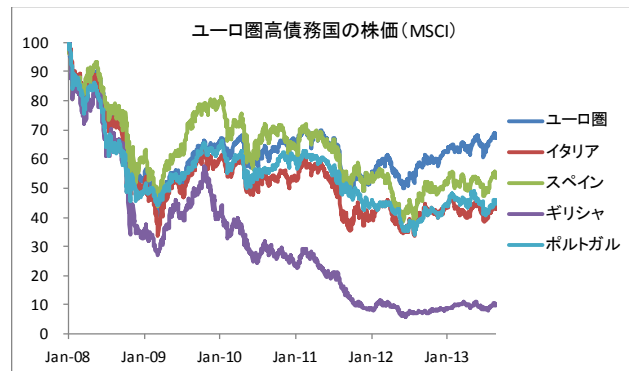


図 6：ユーロ圏高債務国の株価 (MCSI)



## 米資産購入プログラム縮小の影響

市場では9月FOMCで資産購入プログラム縮小開始の可能性は高いとみられているものの、足許の区々な米経済指標発表を受けて十分には織り込まれている訳ではない。こうした中、9月FOMCで月間ペースで150億ドル以上の縮小が決定され、今後の縮小継続が明確に示されるようだと、米中長期債利回り上昇要因となり、2年金利差からみたユーロ/ドル相場の短期的な1.36ドルへの上昇シナリオが危うくなる。他方、9月見送りの場合はドル安ユーロ高圧力がかかるものの、むしろ次回10月29-30日開催のFOMC会合での縮小開始の可能性が意識され始める。10月会合はBernanke議長の記者会見が予定されていないが、9月見送りの場合には、記者会見が予定されている12月17-18日のFOMC会合に焦点が移る前に、10月会合での縮小開始の可能性と、Bullardセントルイス連銀総裁が提案しているように重要決定をどの会合でも行えるよう議長記者会見の毎回開催化への思惑も高まり易いとみられる。こうなると、米経済指標の回復傾向が概ね続くという前提の下では10月会合に向けてはドル高ユーロ安圧力が高まり易くなるだろう。

### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。