

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月8日)

来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落

要約

ユーロを巡る来年の焦点としては、ユーロ圏インフレ見通しと ECB の追加緩和の可能性に加えて、ユーロ圏銀行セクターの包括的審査が挙げられる。ユーロ圏についてはソブリン債務問題や銀行支援に関して一定のセーフティネットが整備されてきたことから、これまでのような銀行の健全性への懸念は起こりにくくなっている一方、厳格な資産査定や高い自己資本比率の要求が、ユーロ圏銀行セクターの収益性や増資圧力への懸念に繋がり、相対的なユーロ圏銀行株価の相対パフォーマンスの低下を通じユーロ安を助長するリスクがある。ユーロ/ドル相場は来年半ばにかけて、米国の資産購入縮小の進展を受けたドル高にも助けられ、1.25 ドルへ下落するとみられる。

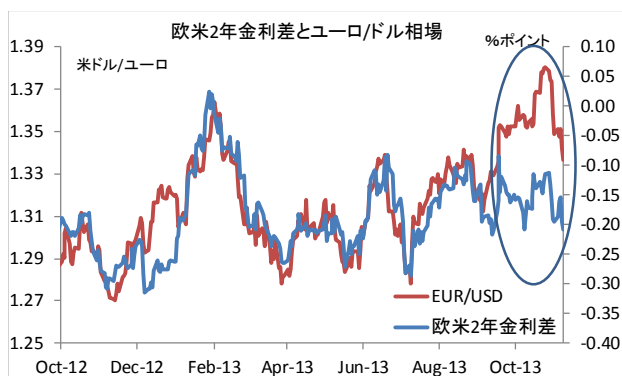
ディスインフレ・ファイターECB がユーロを下押し

最近のユーロ圏インフレ率の大幅低下を受けた ECB の迅速な利下げにより、先行きのユーロ見通しは悪化した。11月7日の政策理事会における 25bps の利下げにより政策金利は 0.25% へ低下したにも拘らず、ECB は「長期に亘り現状あるいはより低い政策金利を継続する」というフォワードガイダンスの文言を維持したことから、以前に比べゼロ金利へ利下げされる確率が高まり、それはすなわち更なる追加緩和の場合に量的緩和を含む非伝統的金融政策の領域に踏み込む確率も必然的に高まったことを意味する。

また、ユーロ圏のインフレ見通しとの関係でも、ECB はフォワードガイダンスにおいて米国のように失業率 6.5% といった具体的な指標や数値条件を挙げていないため、そもそもの ECB の組織目標である ECB の中期的な物価安定の定義（HICP 前年比 +2% を下回るが大きく下回らない。恐らく数値としては +1.6~1.9% が想定されている模様。）が達成される時期の予想が重要となってくる。この点、目先では 12 月に公表される ECB の四半期スタッフマクロ経済予測における 2015 年の HICP 予想や、11 月分 ECB 月報（14 日公表予定）に掲載される SPF（[ECB による外部専門家に対する予測サーベイ](#)）における 2015 年 9 月時点の予想（直近既発表分における 2015 年 7 月時点の予想は +1.7%）がどの程度 +1.6~1.9% のレンジ下限を下回るのかが注目され、2015 年になってもインフレ率が目立って上昇しない場合には追加緩和期待が熾り続け、ユーロの下押し要因となるだろう。

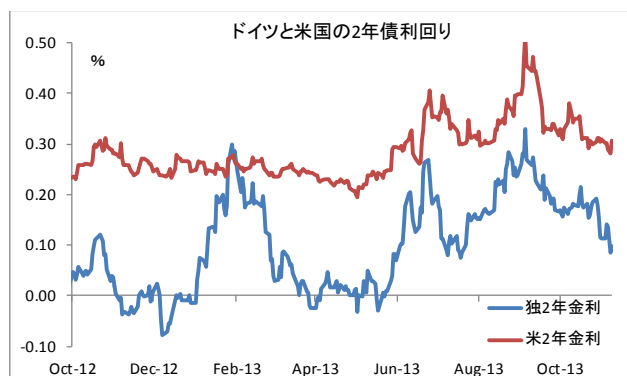
ユーロ/ドルは通常、独米 2 年物金利差との連動性が高いが、9 月 FOMC における量的緩和縮小開始の見送り決定以降、大きく乖離してユーロ高が続いていたことから、既に 1.31 ドル方向への再収斂余地があり、来年にかけて追加緩和期待が高まると金利差のユーロへの不利化からユーロは更に下押し圧力を受けることになる（図表 1、図表 2）。こうした傾向は、遅くとも来年 3 月には開始される米量的緩和縮小開始が米中長期金利の再押し上げ要因となり、独米金利差の縮小を通じてユーロ下押しに寄与することになる。

図表 1：欧米 2 年金利差とユーロ/ドル相場



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：ドイツと米国の 2 年債利回り



ユーロ圏銀行セクターの包括的審査もユーロ下押し要因に

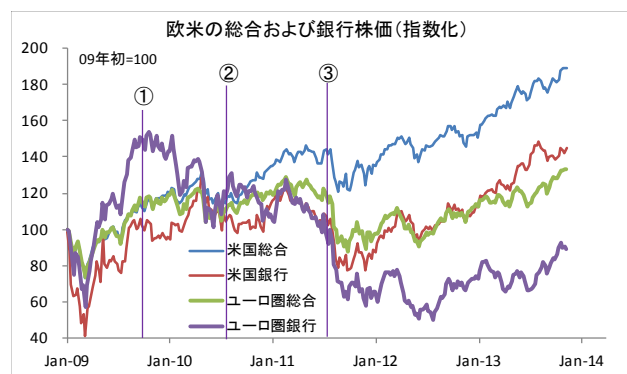
もう一つのユーロの攪乱要因として、ECBによるユーロ圏銀行に対する包括的審査(Comprehensive Assessment)がある。ユーロ圏ではこれまで、2009年10月(対象22行、不合格なし)、2010年7月(対象91行、不合格7行、資本不足35億ユーロ)、2011年7月(対象90行、不合格8行、資本不足25億ユーロ)と三回にわたりストレステストが行われた。今回は、ユーロ圏内の128行を対象に、まず今年11月から来年3月にかけて資産査定(Asset Quality Review)を行った後、ECBとEBA(欧州銀行監督機構)が共同で四回目となるストレステスト(健全性調査)を行い、来年10月に結果が発表される見込みとなっている。

今回はこれまでより対象となる銀行数が非常に多くなり、かつ必要な自己資本比率(普通株式等 Tier1 比率)が8%へ引き上げられたこともあって、不合格行の数および必要資本増強額も増える可能性が高い。現在市場では、不合格行はイタリア、スペイン、ポルトガル、ドイツ、キプロスなどで合計15-20行、必要資本増強額は200~500億ユーロ(2.6~6.6兆円)と見積もられている模様で、既にECBが包括的審査計画を発表した10月23日以降、欧州銀行株価指数の下落基調が続き、総合指数に対してアンダーパフォームしている。

こうした結果は次第に織り込まれつつあるとはいえ、市場予想程度の結果が発表される場合でも、少なくとも発表までは、自己資本比率引上げのための資本増強が株式発行により行われる場合は需給悪化懸念と収益性低下懸念、それでも足りず各国政府による公的資金注入が行われる場合には、特にイタリア、スペイン、ポルトガルなどでは足許後退していた公的財政への懸念を高めるため、ユーロ圏銀行株価への下押し圧力となる。そして、ユーロ圏銀行株価の対米銀行株価(フィラデルフィア KBW 銀行株指数)の相対パフォーマンスはユーロ/ドル相場との連動性が比較的高いことから、ユーロ/ドルへの下落圧力となる(図表3、図表4)。また、逆に市場が事前に想定していたほど不合格行の数や必要資本増強額が少ない場合も、これまで同様に包括的審査の厳格性への疑義が生じるため、ユーロ高要因とはならないだろう。

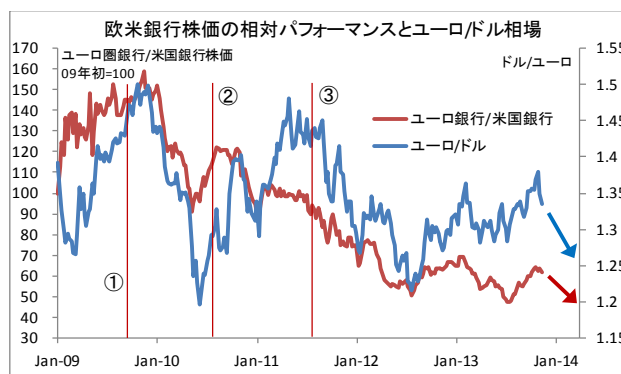
なお、ユーロ圏銀行のバランスシート健全化努力は海外資産売却とユーロ圏への資金還流(リパトリ)を招きユーロ高圧力となる可能性はある。もっとも、国際展開をしている多くの大手銀行はクリアする可能性が高く、問題行はあまり海外資産を保有していない面が強い。上述の欧米相対金融政策面でのユーロ売りドル買い圧力も考慮すれば、ユーロ圏銀行による潜在的なりパトリ圧力は、ユーロ上昇を見込む頑強な要因としては想定できない。

図表3：欧米の総合・銀行株価



(注) 図中の①、②、③は過去のストレステスト公表時点を表す。

図表4：欧米銀行相対パフォーマンスとユーロ/ドル



(出所) プレビデント・ストラテジー作成

来年のユーロ/ドルの想定シナリオ：年央に向けて1.25ドルへ下落

来年のユーロ/ドル相場は、①ユーロ圏におけるインフレ見通しの下方修正とECBによる追加緩和期待の高まりを受けて、ドイツ中長期金利の低下がユーロ安圧力となる、②米国では遅くとも来年3月には量的緩和縮小が開始され、米金利上昇を通じたドル高圧力が再び高まる、③来年実施のユーロ圏銀行に対する包括的審査に絡む収益性低下、資本増強圧力などが、ユーロ/ドル相場と連動性が高いユーロ圏銀行株/米銀行株の相対パフォーマンスを低下させユーロ/ドル下押し圧力となる、といった要因により、年央にかけて1.25ドルへ下落すると当社ではみている。年後半は、市場が米国の量的緩和縮小に小慣れてくることによるドル高圧力低下から、1.30ドル方向へ戻す可能性が出てくる。

なお、従来の当社の年内のユーロ安予想(当社ウィークリーレポート「[ユーロ：OMTがOMGに？](#)」を参照)

では、ドイツ連立政権成立後に公表見込みのドイツ憲法裁判所による ECB 債券買取プログラム（OMT）に対する合憲性判断で、公表の遅延や公表された場合でも条件付き合憲である場合などは OMT の実効性への懸念が高まるほか、その間にギリシャ追加支援の必要性に関する議論など、ユーロ圏債務危機に関する材料が出てくる可能性を想定していた。もっとも、現在のところドイツで連立交渉が終了しておらず年末までかかる可能性すら指摘されており、当材料は来年入り後のものとなりそうだ。

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さ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。