

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月14日)

Crime(a) & Punishment : クリミア版「罪と罰」¹

<要約>

クリミア自治共和国のロシア編入を巡る住民投票で、賛成多数の場合にはリスク回避の動きが更に強まり、ルーブルその他中東欧通貨が下落圧力を受けるほか、ドル/円も米長期債利回り低下圧力を通じて売り圧力を受け易い。天然ガスや原油価格を通じた為替への影響は限定的だが、金価格上昇が、比較的連動性が高いドル/円の追加的な下押し圧力となるリスクがある。他方、投票結果如何に拘らずロシアがクリミア併合に動かない場合には、中東欧通貨やドル/円の上昇に加えて、ユーロ/フランの上昇余地が大きくなるとみられる。

クリミア住民投票結果のシナリオ

ウクライナ情勢全般に関しては、週末3月16日のロシア編入を巡るクリミア自治共和国の住民投票の後、5月5日のクリミア自治共和国の独立記念日、5月25日のウクライナ大統領選と重要イベントが控えている。まず3月16日の住民投票では、①ロシア系住民が6割程度を占めるためロシアへの編入が賛成多数となる可能性が高く、これを受けてロシアがクリミア自治共和国を編入する動きをみせれば、欧米による制裁（在欧米のロシア資産凍結等）が17日にも決定される可能性が高まる。3月12日にG7は既に共同声明を発表、住民投票の違憲性とロシアとウクライナとの対話を求めており、13日に米独は制裁の可能性を強調した。このため、週明けの市場では欧米とロシアとの間の緊張が一気に高まるリスクを恐れ、リスク回避の動きが更に強まるとみられる。

他方、②住民投票でロシア編入が賛成多数となる場合でも、ロシアが欧米との対立を避けるため、前回3月4日の際のように強硬姿勢を弱める可能性もある。この場合、少なくとも短期的には、これまでリスク回避に向けて造成されていたポジションの巻き戻しが起こることになる。

なお、③住民投票でロシア編入が賛成多数とならない可能性は低い、僅差での賛成多数である場合や、反対多数となる場合、ロシアのクリミア併合リスクを弱め、リスク回避の巻き戻しが大きくなるだろう。

ウクライナ問題の為替相場への影響

ウクライナ問題は多面性を持っているが、敢えて分けて考えると、④ウクライナ国内における東西（親ロシア派と新EU派）対立問題の激化を受けたウクライナ国家分裂リスク、⑤親EUのウクライナ暫定政権とロシアとの政治的・軍事的対立リスク、⑥ウクライナ内のロシア系住民が多い地域（主に東部）に対するロシアによる軍事介入・併合リスク、⑦ロシア系住民が多数の地域を抱える旧ソ連諸国（グルジアなど）への脅威、⑧国際法違反とみられるロシアと他国（特に欧米）との政治的対立、⑨ロシアから（ウクライナ経由で）天然ガス供給を受ける欧州諸国のエネルギー問題、⑩欧米とロシアとの関係悪化がより大規模な経済制裁に繋がる場合の世界経済成長率押下げリスク、などが考えられる。為替市場に対する影響は主に⑥と⑩だ。

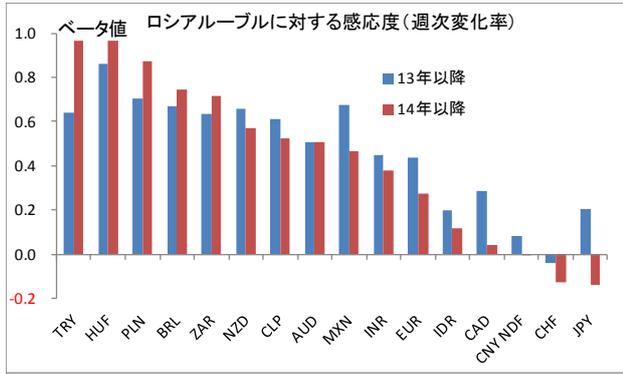
為替市場：①の場合に最も悪影響を受けるのはやはりウクライナ・フリブナで、その次がロシアルーブルだ。ルーブルは、欧米との関係悪化や資産接收リスクを嫌気した海外投資家のロシア資産売却が継続するため売り圧力となる。実際、年初来下落率はフリブナが-16.4%、ルーブルが-10.4%とアルゼンチンペソ（-17.2%）に次いで世界2位、3位となっている。そして、地理的に隣接しロシアから天然ガス供給を受けているポーランド、ハンガリー、チェコ、トルコといった中東欧諸国通貨にも売り圧力がかかる。実際、これら通貨のロシアルーブルに対する感応度（ベータ値。ルーブル相場の1%変化に対して何%変化するかを推計したもの）および相関係数は非常に高くなっている（図表1、2）。

主要通貨では、地理的な隣接性と天然ガス供給の問題からユーロが最も影響を受け易いはずだが、ユーロ/ドル

¹ クリミアの英語スペルは Crimea、ドストエフスキー著「罪と罰」の題の英訳は Crime & Punishment.

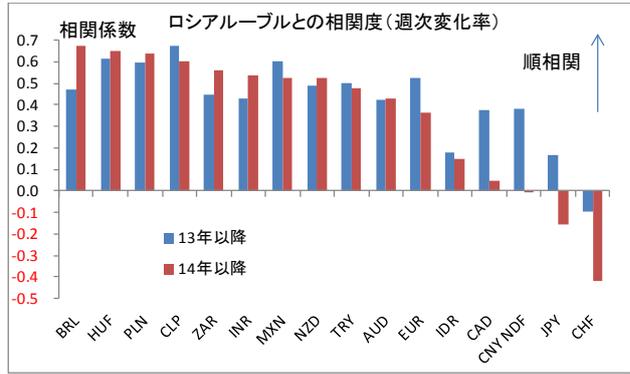
相場のウクライナ問題に対する感応度はこれまで小さかった。むしろ、リスク回避を受けたスイスフラン（対ユーロ相場）と円の上昇傾向がより明確となっており、過去のパターンを参考にした市場参加者の条件反射的な行動パターンがみられているようだ（図表 1、2）。通常、リスク回避の際には経常黒字国通貨が買われやすく、スイスは確かに当てはまる（経常黒字の対 GDP 比は+12.4%）。日本は依然としてストックで見て対外純債権国ではあるが、経常赤字化する月が増えておりフローベースでは経常黒字国とは言い難く、リスク回避時の最有力の買い対象通貨とはならなくなってきているはずだ。もっとも、これまでのアベノミクス下での円ショートポジションが嵩んでいることから、リスク回避時のポジション解消という意味で円買い戻しが生じやすく、円が上昇する傾向が続くだろう。またドル/円と米長期債利回りの連動傾向も円買い取引を誘発し易い。

図表 1：ルーブルに対する感応度（対ドル、週次）



（注）対ドル相場。但しフランのみ対ユーロ相場。人民元（CNY）NDFは1年物。
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：ルーブルに対する相関度（対ドル、週次）



なお、長期債で言えば、米国のみならず英国やドイツ国債も買われており、中では独国債の利回りの低下が大きく、相対的に買い圧力が強いことが示されている（図表 3）。独 10 年債利回りの相対的な低下は金利面ではユーロ安を意味するはずだがそうはなっておらず、ユーロ圏がウクライナ情勢から悪影響を受けるというよりは、金融市場における流動性の高さから、為替市場でのユーロ買いやドイツ国債購入に繋がっている可能性が示唆される。ウクライナ情勢を受けたユーロ売りが最も明確にみられるのは対スイスフランだ。もっとも、3月14日現在 1.213 フラン近辺で推移しているユーロ/フラン相場はスイス中銀が下限を 1.20 フランに設定しており、ユーロ安フラン高余地は限られている。このため、ユーロ/フランは、上述①のウクライナ情勢緊迫化の際の売り通貨ペアとしてよりも、②、③のような緊張緩和時の買い通貨ペアとして注目すべきだ。

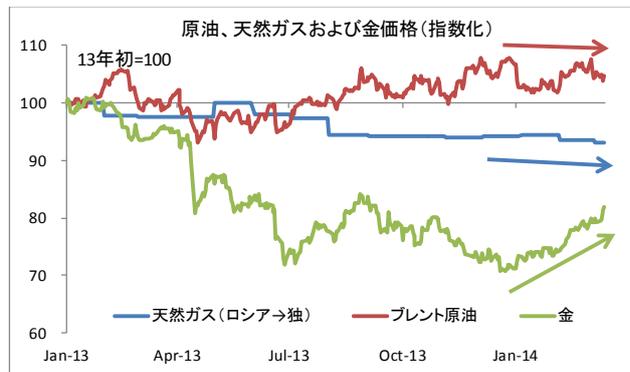
商品市場経由：ロシア、ウクライナそして欧州をつなぐのは天然ガスであることから、天然ガスおよびその代替エネルギーである原油価格が供給不安から上昇圧力を受け易いはずだ。もっとも、これまでのところ原油や天然ガス価格は急上昇している訳でない（図表 4）。恐らく天然ガス価格については、長期契約価格が多くすぐに変化する訳ではなく、欧州は代替供給国としてカタールなど中東諸国や米国へのシフトを検討している。また、天然ガスの代替エネルギーに関する議論を高めることにもなり、実際欧州の経済団体（Business Europe 等）は環境への悪影響から進んでいないシェールガス開発の議論を再開しているほか、ロシア産天然ガス依存低下のため、欧州で再び原発に関する議論も高まる可能性すらある。このため、天然ガス・原油供給不安⇒天然ガス高・原油高⇒円、リラなど原油輸入依存度が高い国の通貨の下落、といったチャネルは働きにくい。

図表 3：英米独の 10 年債利回り



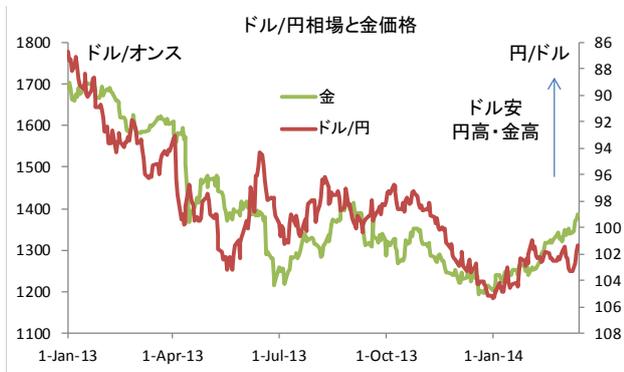
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：原油、天然ガスおよび金価格



なお、年初来では金価格の上昇が大きく、これはウクライナ問題を受けたリスク回避のみならず、米国の悪天候、中国の景気悪化やクレジット問題への懸念も絡んでいるが、上昇率が大きいだけに注目を集め易いかもしれない。更に、ドルの価値の変動という意味で、ドル/円相場と金のドル建て価格とは比較的連動性が高いこともあって、金価格上昇との連動性を眺めたドル/円の売り圧力が高まるリスクもある（図表5）。

図表5 ドル/円相場と金価格



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

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せようよろしく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います。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。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641