

PRAEVIDENTIA WEEKLY (4月19日)

EUR：円化の花道を回避できるか

<要約>

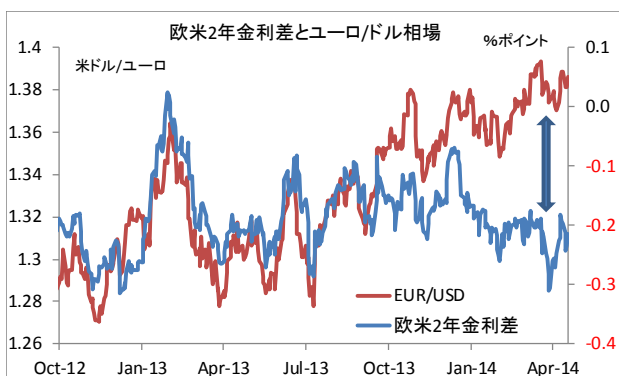
ユーロは大方の下落予想に反してしぶとく堅調を維持している。確かにユーロ圏の経常黒字体質や債務危機の後退はあるものの、最大の要因はユーロ圏の実質金利高という、かつて日本が円高局面で体験したインフレ低下による望まざる通貨高という面が強い。これを回避するには ECB による大規模な量的緩和が必要で、漸く機が熟してきたとみられる。今年の後半にかけて ECB による「周回遅れの」量的緩和が行われることにより、ユーロはついに下落に向かうだろう。

名目金利差とウクライナ情勢緊迫化を無視するユーロ

ユーロ/ドル相場については昨年より、ECB による金融緩和観測や銀行問題などを背景に、米国の景気回復と金融緩和の縮小とのコントラストから下落予想が多く、現在でもコンセンサスは今年末 1.30 ドル、来年末 1.27 ドルとなっている。それにも拘らず、ユーロ/ドルは 2012 年 7 月を底に堅調が続き、ユーロ圏インフレ率が低下しようと、ECB 追加緩和観測が度々浮上してもじり高基調となっている。金利差との関係をもと、ユーロ/ドルは昨年半ばまでは 2 年金利差との連動性が強かったが、その後米国の金利上昇を受けて金利差がユーロに不利な方向に動いても、ユーロ/ドルは上昇を続けた（図表 1）。ユーロ/円についても、ドル/円と同様に 10 年金利差との関係を見ると、昨年秋をピークに金利差が縮小方向に向かっているにも拘らず、ユーロ/円は堅調を維持している（図表 2）。

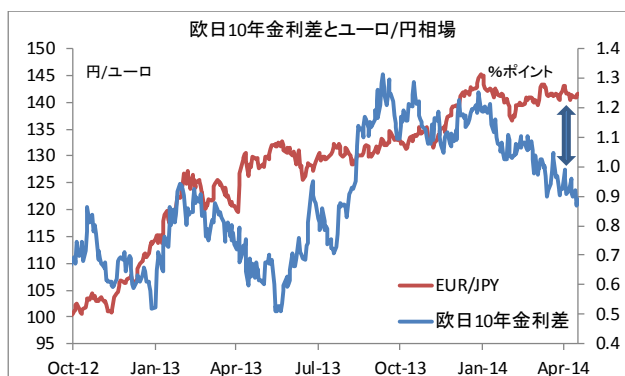
また、昨年 11 月以降のウクライナ情勢の悪化についても、ユーロ圏はウクライナと地理的に隣接しており、かつロシアから天然ガス供給を受けている国が多いため、欧米とロシアの間の「新冷戦」下では、潜在的なロシアからの天然ガス供給ストップといった事態や、ウクライナ内戦の景気への影響などが嫌気されればユーロが売られてもいいはずだが、びくともしていないのが実情だ。

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：欧日 10 年金利差とユーロ/円相場

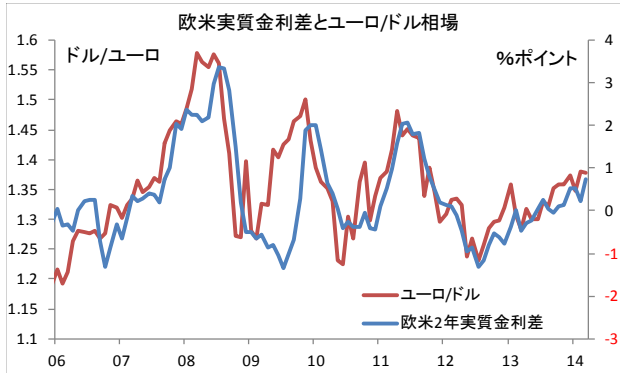


「円化」しつつあるユーロ

当社は、ユーロ堅調の最大の要因はユーロ圏実質金利の上昇だと考えている。すなわち、ユーロ圏（ドイツ）で、名目金利の低下以上にインフレ率が低下しているため、名目金利からインフレ率（総合 CPI 前年比を使用）を差し引いて求められる実質金利が上昇しており、日米よりもその上昇幅が大きいことが、ユーロ高に繋がっているとみられる。実際、2006 年以降の月次データでみると、ユーロ/ドル、ユーロ/円共に、2 年実質金利差との連動性が非常に高く、2012 年後半以降のユーロ高は実質金利差のユーロへの有利化で殆ど説明できることが示されている（図表 3、4）。これは、日本が安倍政権前まで苦しんでいた、金利押下げに限界がある中での

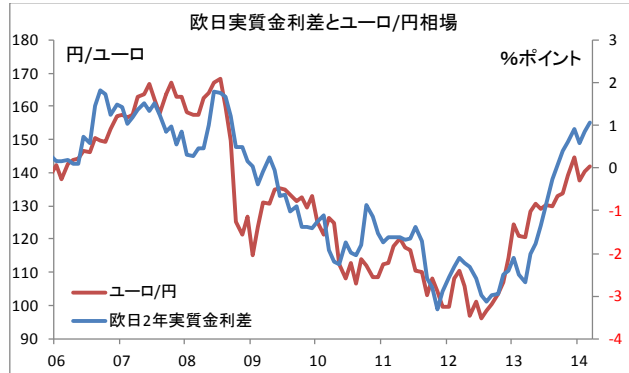
デフレ進行が実質金利を押し上げ、円高に繋がっていた状況と非常に似ている。

図表 3 : 欧米実質金利差とユーロ/ドル相場



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4 : 欧日実質金利差とユーロ/円相場

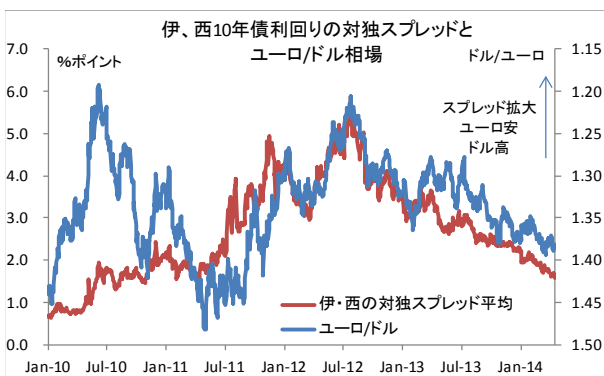


経常黒字も影の主役、債務危機後退は脇役か

その他にもユーロ堅調を示唆する要因はいくつかある。一つは、スペイン経済の回復やギリシャの国債発行再開に象徴される**ユーロ圏高債務国懸念の後退**で、確かにスペイン、イタリア等高債務国国債利回りの対ドイツ国債スプレッドは縮小基調が続いており、ユーロ高と整合的な動きとなっている(図表 5)。このため、高債務国の国債にユーロ圏外からの投資資金が再び流入しているとしても不思議はない。但し、ユーロ圏国際収支の資本収支における債券および株式投資収支動向をみると、債券よりも株式投資のかたちでの純流入の方が大きい(図表 6)。このため、確かにユーロ圏債券市場へは純資金流入となっているためユーロ支持要因だが、ユーロ高の主因とは言い難い。但し、債務危機の後退を受けて、割安となっていたユーロ圏株式市場への海外からの資金流入を促した可能性はあり、その意味ではもう少し重要な役割を果たしているかもしれない。

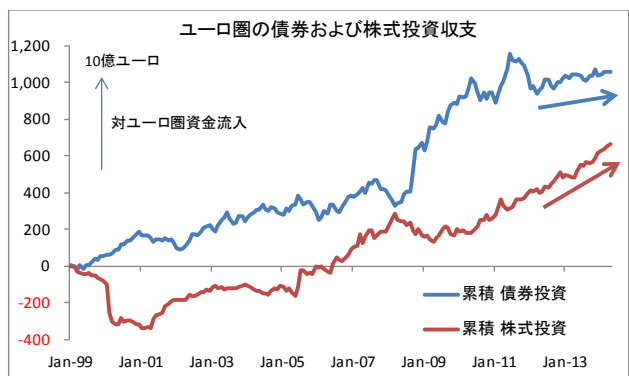
なお、当社はこれまで、今年 10 月公表予定のユーロ圏銀行セクターの包括的審査に向けて、ユーロ圏銀行セクターで更なる資本増強の必要性が示され、ユーロ圏銀行セクター株価の相対的なパフォーマンス悪化がユーロ安に繋がるとみていたが、現在のところ実現していない。

図表 5 : 債務危機後退とユーロ高



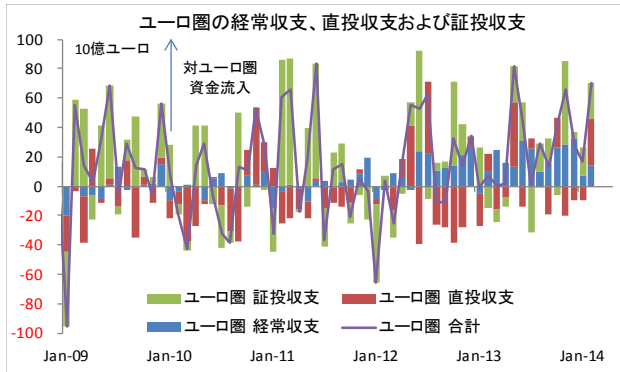
(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6 : ユーロ圏への債券、株式投資資金流入



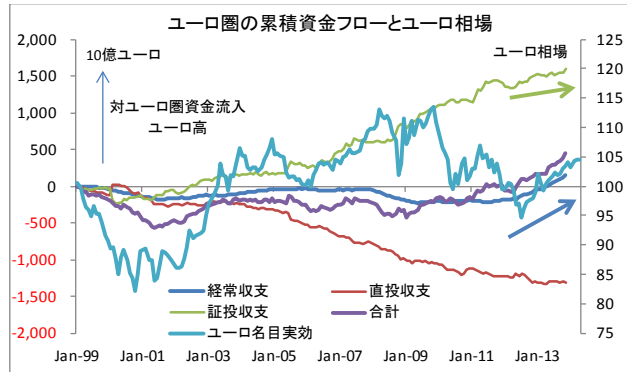
ユーロ圏の**経常黒字体質の定着**も、累積経常黒字の拡大を通じてユーロ高に繋がっている可能性がある。実際、ユーロ圏では 2012 年から安定的に経常黒字を計上しており、累積ベースでみると 2012 年初以降の累積黒字は +3,818 億ユーロと、同期間の純証券投資流入 (+2,449 億ユーロ) より大きい。即ち資金フロー面では経常収支、証券投資収支、直接投資収支のうちでは最大の純流入、ユーロ高要因と言える。逆に言えばユーロ高にも拘らず経常黒字が続いている訳だが、この背景には、ドイツなど輸出立国では高品質の財を輸出しているため、販売数量が為替変動による価格変動の影響を受けにくい可能性があるほか、ユーロ圏におけるディスインフレ・賃金低下の影響により、輸出価格が低下、あるいは上昇を抑制し、対外競争力が維持されている面もあろう。

図表 7：ユーロ圏を巡る資金フロー



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8：ユーロ圏の累積資金フローとユーロ相場



ECB 追加緩和の機が熟す

ユーロ圏では 13 年初以降、景況感の改善が明確だったことから、ECB はユーロ高やディスインフレ進行に対して決定的な対策を取って来なかった。もっとも、ドイツ ZEW 期待指数やユーロ圏 PMI にみられてきているように、昨年末あたりでユーロ圏景気改善に一服感がみられてきている。そうした中、相対的にユーロ高の景気への悪影響やデフレリスクが次第に強く意識されるようになってきており、最近の ECB 高官発言は殆どが、ユーロ高に言及したものとなっている。政府サイドからも、既に数か月前から Dijsselbloem ユーログループ議長（ユーロ圏の財務相に相当）もユーロ高懸念発言が繰り返されてきたほか、最近では特にスペインとフランスからも、ユーロ高懸念が繰り返し表明されてきている。ECB も前回 4 月の政策理事会後の記者会見で、Draghi 総裁が量的緩和政策を含めた追加緩和策を検討していることを表明、市場の期待感が一気に高まっている。

追加緩和シナリオとユーロへの影響

景況感の更なる悪化や、ディスインフレ進行を食い止め、ユーロを押し下げるのに最も即効性があるのは無制限の量的緩和だ。この点、ECB はようやく量的緩和政策の実施に向け本気で検討を開始した模様で、既に前回 4 月の ECB 政策理事会後に、真偽のほどは定かではないが、ECB が年間 1 兆ユーロ、月間 800 億ユーロ程度の債券購入を行った場合に、2016 年のインフレ率を 0.2~0.8%ポイント程度押し上げるというシミュレーション結果がドイツ有カ一般紙 FAZ で報道された。

但し、量的緩和と類似した面がある債券買取スキームである OMT (Outright Monetary Transaction) について、今年 2 月 7 日にドイツ憲法裁判所が、ECB の金融政策の責務を超えており、加盟国の権限を侵害し、財政ファイナンスに抵触すると推定する重大な理由があるとした上で、欧州司法裁判所 (ECJ) に判断を付託した。このため、今後 ECJ が判断を下し、それに対してドイツ憲法裁判所がそれを基に最終判断を下すことになっており、場合によっては年内に全ての法的プロセスが終了しないリスクがある。OMT は高債務国が ESM (欧州安定メカニズム) に財政支援を要請し、実際に支援プログラムが適用されてから発動されるもので、財政再建の側面支援という色彩が濃く、かつ不胎化される一方、量的緩和はドイツ、フランス、イタリアなど、経済規模と国債発行額が大きい国の国債を中心に、個別国の財政状況とはほぼ無関係に行われるものであり、性格は異なる。とは言え、流通市場で国債を購入する点で類似している面もある。

このため、OMT を巡る法的プロセス終了を待つのであれば、ECJ と独憲法裁判所の最終判断が下されるまでの間、実行可能な政策オプションを段階的に取って時間を稼ぎ、そして最終判断が下された後に直ちに量的緩和政策に踏み切るとみられる。当社は、①まずは今年 5 月に政策金利下げを行い、②6 月に不胎化措置の段階的停止を決定し、数か月かけて不胎化を縮小する旨発表、そして 9 月から 12 月の間に、欧州司法裁判所およびドイツ憲法裁判所の判断を見極めた上で、量的緩和に踏み切るという手順を取ると、ECB が景気改善の一服とディスインフレ進行に対して連続的に政策対応するという認識を強め、ユーロ売り圧力を強めるだろう。なお、ユーロ圏 HICP について、3 月に前年比+0.5%まで低下した後、4 月には反発が予想されており、5 月会合では金融緩和措置が見送られる可能性がある。但しこの場合、ユーロが上昇する可能性が高く、6 月の追加緩和開始の必要性和可能性をさらに高めることになるだろう。

図表 9 : ECB の政策オプション

政策	可能性	ユーロ安効果	内容・コメント
政策金利引下げ	◎	一時的、小さい	現在の 0.25% から、0.10% あるいは 0.15% へ引下げ。市場でも一部に小幅利下げ期待はある。翌日物金利 (EONIA) は現在 0.22% 程度で推移しており、その他短期金利は昨年末以降上昇傾向にあることから、短期金利とユーロに対して一定の下押し圧力となる。但し利下げ幅が小幅で、追加引下げ余地が更に限定されるため、持続的効果は望み難い。
不胎化措置の停止	◎	大きい、規模に限度	過去の証券買取プログラム (SMP) の下で買入れた証券 (4 月 11 日現在で 1727 億ユーロ、約 24 兆円) にき、現在は不胎化 (市場からの証券買取で支払われ放出されたユーロを現在は毎週のオペで吸収) しており、その不胎化オペを停止するというもの。これまでドイツを中心に反対論が強かったが、最近はやや容認論に傾いている模様。
量的緩和	○	規模と無限か否かによるが、大きい	日米英型の国債買取を中心としたプログラムとなる模様。従来の Fed の月間買取額 (850 億ドル、約 616 億ユーロ) 程度だと大規模という認識になる。金額、期間に制限があるか否かも効果に影響を与える。量的緩和は通常不胎化されない。不胎化停止と同様、ドイツを中心に反対論が強かったが、最近はやや容認論に傾いている模様。 実施を巡っては、現在欧州司法裁判所で審議されている OMT の合法性判断発表がどの程度影響を与えるかが不透明要素。また量的緩和開始後、独憲法裁判所に合憲性に関して提訴がある可能性も。
資産担保証券の購入	◎	不胎化されず大規模であれば大きい	国債を対象とした購入と異なり、信用スプレッドの圧縮を目的とするのが資産担保証券等の購入であるため、為替相場と連動性が大きい国債利回り押し下げ効果が小さく、為替相場への影響は限定的となる。とはいえ、上述の量的緩和と同程度の規模となったり、不胎化されない購入であれば、市場へのユーロ資金供給が増加するという意味でユーロ安効果が大きくなる。
フォワードガイダンス強化	△	低い失業率基準を導入すれば大きい	現在の「政策金利を現状より低い水準で長期に亘り維持」という抽象的なものに、英米では外されたが失業率基準を導入する可能性がある。現在 11.9% だが、ユーロ導入後の平均である 9.3% 程度に低下するまで低金利を維持する、とすれば、4-5 年間の低金利継続見通しとなり、長期金利の低下を通じてユーロ下押し圧力となる。 但し、確かに失業率の急低下は期待しにくい一方、先にインフレが 2% に達する可能性の方が高く、それに対して ECB は政策対応するはずで、結果として現在のガイダンスを強化するのは難しいかもしれない。
マイナス金利化	×	大きい、予期せぬ副作用リスクが大	現在ゼロ% に設定されている中銀預金金利をマイナス化。実施すればアナウンスメント効果は非常に大きいとみられるが、マイナス金利 (あるいは預金口座への手数料) が銀行の顧客の一般預金に対しても課される場合には、銀行取付騒動などの影響が出たり、予期せぬ副作用のリスクが大きく、導入の可能性は低いとみられる。Constancio 副総裁など、内部での反対論も根強い。

(注) 可能性は、当社の独自の判断による。

(出所) プレバディンティア・ストラテジー作成

ついにユーロ下落開始へ

当社は今後の ECB による一連の追加緩和措置、特に量的緩和措置の導入により、ついにユーロの下落が開始するとみている。一旦高まってしまった市場の量的緩和期待がすぐには満たされる訳ではない点、当初のユーロ安は限定的になるかもしれないが、ECB が利下げ、不胎化停止と一連の金融緩和措置を連続的に決定してゆき、先行きの追加緩和期待を絶やさないコミュニケーションを続けることができれば、ユーロ安基調を維持できるだろう。量的緩和の実施は名目金利の低下だけでなく、ユーロ安を通じた輸入インフレの上昇や株価上昇を通じて、(期待)インフレ率を押し上げる効果があることから、これまでのユーロ高の主因であったユーロ圏実質金利上昇の抑制・低下を通じてユーロを押し下げ、更なる「円化」を回避することになるはずだ。対ドルでは、ECB の量的緩和に向けた動きにより、量的緩和を縮小する Fed との金融政策の方向性のコントラストが明確になることから下落し易く、6月末に 1.35 ドル、年末に 1.30 ドルへの下落を予想している。

対円では、日銀も量的緩和を推進している状況だが、日本については既に織り込まれており、当面追加緩和が行われない可能性が高くむしろ今後円買戻しに繋がるとみており、ECB による量的緩和に向けた動きからくるユーロ売り圧力がより強く発現するとみられることから、6月末に 135 円、年末に 124 円へのユーロ安円高を予想している（ドル/円予想は 6月末 100 円、年末 95 円）。

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