

PRAEVIDENTIA WEEKLY (7月26日)

EUR：テルトロ、トロトロ

<要約>

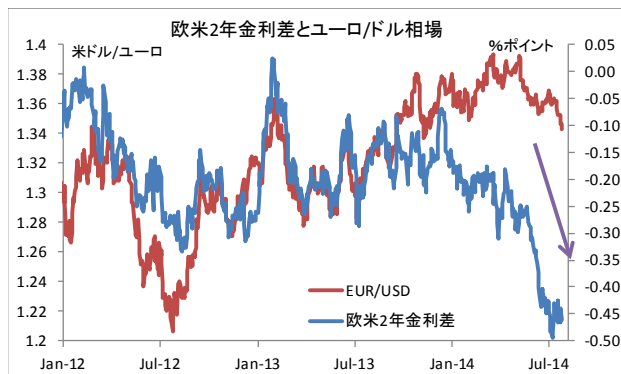
6月にECBが包括的な金融緩和政策パッケージを発表した後、ようやく7月に入ってからユーロ安基調が鮮明となってきた。これまでのユーロ安効果は主に利下げを受けた金利低下による面が大きかったが、9月以降はTLTRO（テルトロ）を通じたバランスシート拡大効果も出てくるほか、英米の利上げ開始機運の強まりも、対ポンド、対ドルでのユーロ下落圧力を更に強めることになるだろう。とはいえ、バランスシート拡大ペースはゆっくりであるため、ユーロ急落は望み難いかもしれない。

遅れてきたユーロ安

6月初にECBがマイナス金利や大量資金供給を含む包括的な金融緩和政策パッケージを発表した後、ユーロ下落は一時的に止まり反発する局面もみられていたが、7月入り後、ユーロは対ドルで-1.9%、対ポンドで-1.2%下落し、いずれも年初来安値を更新した。早期利上げ期待が高まる英ポンドの堅調や、ドルが一般的に強含みとなった影響もあるが、ECBによる追加金融緩和の効果、特に政策金利の0.25%から0.15%への引下げや中銀預金金利のマイナス化（-0.1%）を受けた金利低下の効果が浸透した面もある（図表1、2）。

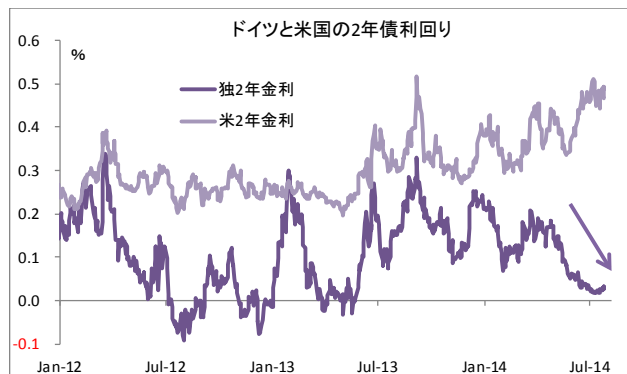
ECB発のユーロ安ストーリーはこれで終わりではない。6月に発表した追加緩和措置のうち、最大で総額1兆ユーロ（約137兆円）に上る（ECB試算）「目標を絞った長期リファイナンスオペ」（TLTRO、テルトロ）は9月18日に第1回、12月11日に第2回、そして来年も3か月毎に行われるため、五月雨式にECBのバランスシートが拡大されるかたちとなる。来年にかけて英米で利上げが開始されることもあって、ユーロは下落が続く可能性が高い。

図表1：ユーロ/ドルと欧米2年名目金利差



(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



テルトロのバランスシート拡大効果

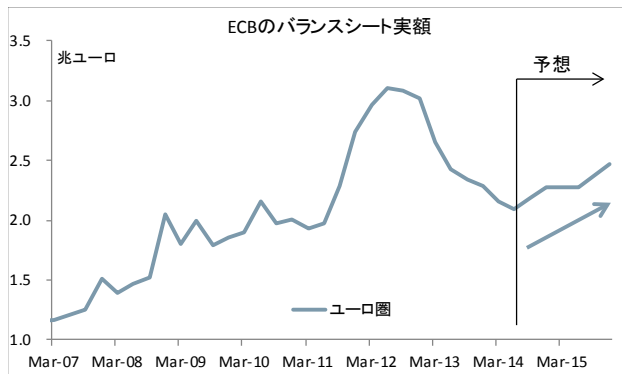
TLTRO（テルトロ）は、一定の条件下でユーロ圏の銀行に対して融資促進のために低利で資金を貸し出すもので、ECBのバランスシート（7月18日現在で2兆625億ユーロ）を更に拡大する効果を持つ。ECBによると、9月18日予定の第1回TLTROと12月11日予定の第2回TLTROの合計で約4000億ユーロ（約55兆円）、来年以降実施分も合わせると合計で1兆ユーロ（約137兆円）の資金が供給される見通しだ。これは、実現すれば2011年12月および2012年2月に行われた二回の3年物LTRO（エルトロ）の総額（1兆187億ユーロ）に匹敵する規模で、ECBのバランスシートを約1.5倍に拡大することとなり、大きなユーロ安圧力となる。

但し、2011～12年の際には2回に分けて5000億ユーロずつ供給されたのに対し、今回は9月と12月に各々2000

億ユーロずつ、そして恐らく来年中は四半期に約 1000 億ユーロずつの供給となるため、バランスシート拡大ペースはトロトロとゆっくりとしたものになる。更に、ユーロ圏民間銀行は過去に 3 年物 LTRO（エルトロ）を通じて借入れた資金を返済中で、当初の総借入約 1 兆ユーロに対して、7 月 25 日まで既に 6186 億ユーロ返済済み、即ち残り約 4000 億ユーロ分の返済が今後行われることとなっており、この金額は丁度、年内に実施される 2 回の TLTRO 予定額と同じで、ECB は資金供給を減らさないために借り換え措置を取ったに過ぎない、とも解釈できる。とは言え、現在の返済ペース（平均で週 80 億ユーロ、月間 320~400 億ユーロ、四半期 1040 億ユーロ）よりも大きな資金供給（9 月、12 月は 2000 億ユーロずつ）であるため、年内は四半期にネットで約 1000 億ユーロ（現在の ECB バランスシートの 5%）のペースでバランスシートが拡大することになる（他の諸要因が一定の場合）（図表 3）。これは日米と比較すると、10 月で資産購入（バランスシート拡大）が終了する米国と比べれば通貨安圧力だが、日銀の異次元緩和よりも拡大ペースはゆっくりだ（図表 4）。

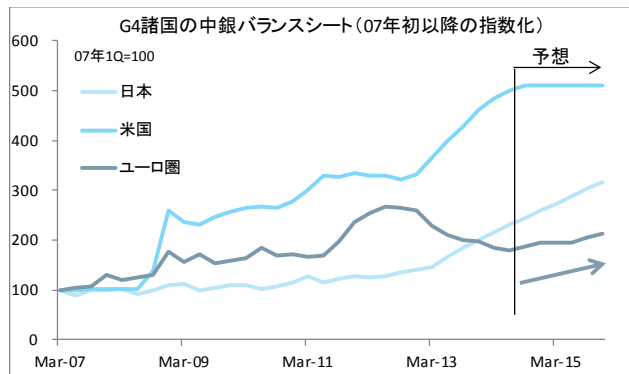
なお、ECB は 6 月、過去に証券市場プログラム（SMP）を通じてイタリアなどの国債を購入した際に供給された資金を吸収するオペ（不胎化オペ）の停止を決定、既に 6 月 10 日で終了したが、1563 億ユーロ（約 21.4 兆円）の流動性供給に繋がるはずだったが、市場へのインパクトは殆どみられなかった。

図表 3 : ECB のバランスシート（実額）



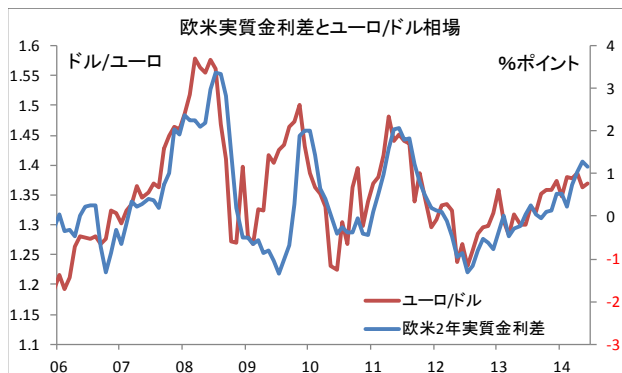
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4 : G3 中銀のバランスシート（指数化）



ディスインフレ脱却、ユーロ押下げにはやはり量的緩和が必要

但し 6 月発表の包括的な金融緩和と政策パッケージだけでは、足許モメンタムが低下しつつあるユーロ圏景気の再加速や、ゼロに近づきつつある根強い低インフレ、そして依然として長期的にはどちらかという割高となっているユーロの大幅押下げには不十分だ。以前の当社週次レポート（「EUR：円化の花道を回避できるか」）で指摘したように、大規模な量的緩和を実行すればユーロが大きく下落し、それが輸入物価上昇を通じてインフレ率を押し上げ（日本の異次元緩和と同様）、そして高止まっているユーロ圏の実質金利を押し下げ、ユーロ安基調が明確となる（図表 5、6）。今後、年内は二回の TLTRO（テルトロ）および英米の早期利上げ観測を受けてユーロ/ドル、ユーロ/ポンドには下押し圧力がかかるが、来年以降はそうした効果は薄れてくる。それまでにインフレ率が明確に底入れせず、ユーロ下落が限定的に止まるようだと、量的緩和の必要性に関する議論が再び高まるだろう。



図表 5 : ユーロ/ドルと欧米 2 年実質金利差

（注）実質金利は、名目金利から実勢インフレ率を引いて算出。日本の CPI は消費増税を除くベース。

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成



図表 6 : ユーロ/円と欧日 2 年実質金利差

ユーロ見通し：トロトロ下落？

現在のところ、当社は ECB の追加緩和効果や英米の利上げ開始に向けたドルとポンドの堅調見通しもあって、現在 1.34 ドル台のユーロ/ドルが年末に 1.30 ドル、来年 6 月にかけて 1.26 ドルへ続落、そして現在 0.79 ポンド台のユーロ/ポンドは年末に 0.74 ドル、来年 6 月にかけて 0.72 ポンドへ続落すると予想している。但し、6 月に利下げ、マイナス金利化、大量資金供給と多くの政策オプション実施を既に発表してしまったことから、年内の量的緩和開始の可能性が低下していることから、当社が想定しているよりもユーロの下落ペースはゆっくりとしたものになるリスクがある。

なお、現在 136 円台のユーロ/円については、ユーロ安見通しに加えて、ドル/円が夏場に季節的な円高を示すとみていることから、9 月までに一時的に 130 円を割り込むと予想しているが、その後来年にかけては、ドル/円の反発を予想していることから、再び 130 円台を回復するとみている。

図表 7：当社のユーロ見通し

通貨ペア	直近	14年9月末	14年12月末	15年3月末	15年6月末
ユーロ/ドル	1.34	1.32	1.30	1.28	1.26
(市場予想)		1.34	1.32	1.31	1.29
ドル/円	101.84	98	100	102	104
(市場予想)		103	105	107	109
ユーロ/円	136.8	129	130	131	131
(市場予想)		138	139	140	141

(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す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。

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

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「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」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見直し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けなで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>