

PRAEVIDENTIA WEEKLY (10月26日)

EUR：他力本願から脱せるか

＜要約＞

7月以降、ECBの断続的な追加緩和や米国の利上げ開始早期化期待の高まりなどから、ユーロ/ドル相場は1.25ドルへ急落した。今後も景気低迷・デフインフレ懸念の中で量的緩和導入への期待感が強く、ユーロ続落を予想する向きが多い。もっとも、ユーロに影響力があるドイツ2年債利回りは既にこれ以上下がらない水準へ低下していることから、ユーロ押下げには他国の金利上昇だけでなく、長期金利を押下げかたちの量的緩和が必要となりそうだ。但しこれには幾つかのハードルがあり、量的緩和実施が遅れそれを前提としたユーロ安が実現しないリスクが残っている。

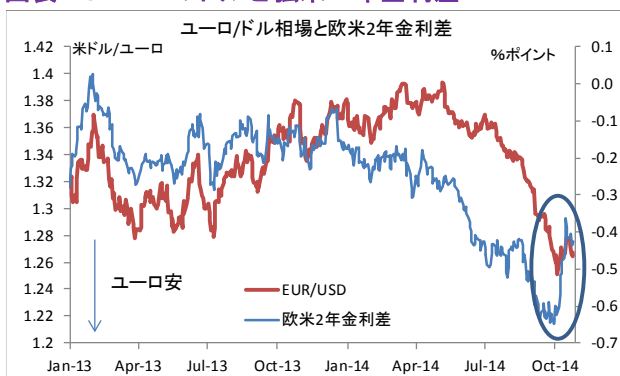
他力本願化の気配

ECBが6月政策理事会で包括的な金融緩和パッケージを発表した後、ユーロは若干間において7月入り後に下落基調が鮮明となり、9月理事会での予想外の追加利下げや10月理事会での予想よりも早いABS・カバード債券買取計画の詳細発表などのサプライズが重なり、ユーロ/ドルは10月初に1.25ドル丁度へ下落した。この間、8月後半以降に米国で利上げ開始早期化期待が高まったことも、ユーロ/ドルの下落を加速させた。

今後もユーロの下落基調が続くとの見方が多い。ユーロ圏では景況感指数の悪化が続いており、直近8月分ではドイツをはじめユーロ圏鉱工業生産が大幅減少するなどユーロ圏が世界景気減速の元凶であるとの見方が広がっており、インフレ率も直近9月分が+0.3%とデフレ間近の水準となっている。こうした中、ECBが量的緩和導入に追い込まれユーロが続落する、という見方だ。当社も大筋としてこうしたシナリオを想定している。

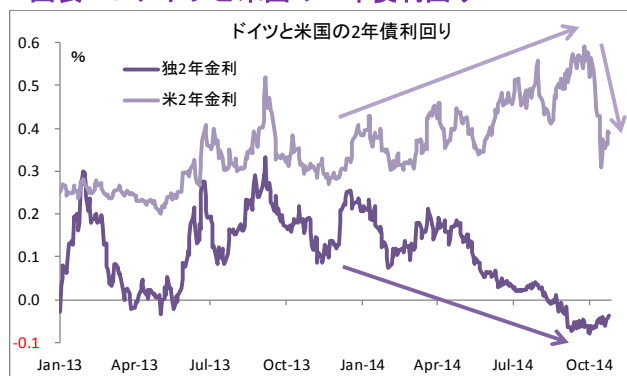
但し、10月入り後に米国の利上げ開始早期化期待が後退すると、ドル安圧力を受けてユーロ/ドル相場は一気に1.29ドルへ反発、その後再び反落してはいるが下落モメンタムは弱まった感がある。実際、ユーロ/ドル相場と連動性が高い独米2年金利差との関係でみると(図表1)、6月以降、金利差縮小に出遅れていたユーロ/ドルがようやく8月以降、米利上げ開始早期化期待を受けたドル高にも助けられ、10月初にかけて急速にキャッチアップしていった局面だったが、それが10月入り後の米利上げ期待の修正・後退を受けて米金利が急低下し、金利差が一気にユーロに有利化したことから、ユーロ/ドルの下落が阻止されたかたちとなっている。米国とドイツの2年債利回り動向をみると(図表2)、今年5月以降は、米金利の上昇と独金利の低下が同時に起きており、米独両サイドの要因でユーロ安圧力がかかっていた状況だが、9月にはドイツ金利がマイナス化し更なる低下余地がなくなっており、少なくとも2年金利差から見る限り、ユーロ/ドルの命運は米2年債利回りが握っている。即ち、米金利が上がらないとユーロ/ドルは下がらない、という状況に見える。

図表1：ユーロ/ドルと独米2年金利差



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：ドイツと米国の2年債利回り



QEはユーロを押し下げることができるか？

今後のユーロ安要因として挙げられているのは、①米国や英国の景気回復継続と利上げ期待の高まりを受けた英米金利上昇、に加えて、②ECBによる各種資金供給策（TLTRO＝テルトロ）や資産買取（既に決定したABS・カバードボンド買取に加えて、今後の社債や国債の買取期待）を通じたECBのバランスシート拡大効果と、これらを受けた欧州金利の低下だ。

このうち、①の英米の利上げは、現在のところ景気回復は続いており時間の問題だが、それでも年内の可能性は大きく低下し、せいぜい来年央の開始がいいところで、それを事前に織り込んで2年債利回りが再び上昇に向かうのは早くても来年入り後だろう。それまでの間、ユーロ/ドルあるいはユーロ/ポンドを押し下げするには、やはり②のユーロ圏による自力でのユーロ安圧力の創出が必要だ。

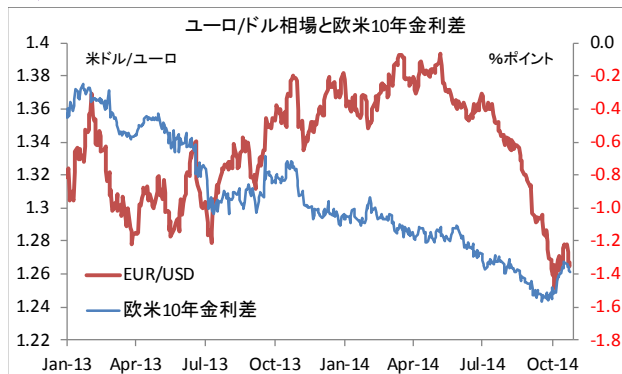
ECBの金融政策では、**政策金利引下げ**は Draghi 総裁も認めたように打ち止めだが、**テルトロ**（ECBによれば合計最大1兆ユーロ）は4半期に一回ながら2016年前半まで継続されるもので、バランスシート拡大効果を持つ。但し、資金供給ペースは四半期毎に1,000億ユーロ程度と小規模で、バランスシート拡大ペースは非常にゆっくりとしたものになるほか、金利低下効果（銀行がテルトロを通じて得た資金で融資や債券購入を拡大し、金利が低下する）は限定的だろう。**ABS・カバードボンド買取**（ECBによれば購入可能な規模は最大1兆ユーロ）は量的緩和というよりも信用緩和（Credit Easing）で、バランスシート拡大効果および（信用度が国より劣る）企業の資金調達コストを引き下げる効果はあるものの、為替市場に影響を与え易い（リスクフリーの）国債利回りには殆ど影響がないとみられる。またこのABS・カバードボンド買取のバランスシート拡大は買取ペースに依存するが、現在のところ買取規模とペースは未確定だ。

そこで最終兵器として国債を買い取る量的緩和（QE）が必要になる訳だが、ユーロ安効果という観点からは、買取規模とそのペースもさることながら、どの年限の国債を買うかが重要となる。前述のように、ドイツ2年債利回りは既にマイナスとなっており低下余地がないことから、どれだけ多く買っても金利低下を通じたユーロ安効果は限定的だ。このため、現在はまだ利回り水準がプラス圏にある4年債以上の国債、特に10年以上の国債を大量に購入して押下げないと、金利差の面からユーロ安効果は狙えない。特にユーロ/ドル相場の場合、独米の2年債利回り格差との連動性は比較的高いが（図表1、2）、独米10年債利回り格差との連動性はこれまで低い。このため、為替市場参加者の注目を10年債利回り格差に引きつけるには、大量の購入を通じて大幅に引き下げねばならないだろう。

現在のところ、量的緩和導入のネックとなり得るのは既にスキームとして存在するが未だ使われていないOMTだ。これも国債購入プログラムだが、買取対象として想定されているのは債務問題を抱えた国の国債で、財政再建プログラムを実施中あるいは将来実施見込みであり、購入対象国債の残存期間は1-3年が中心、更に買取により供給される資金は吸収（不胎化）される。これと同様のスキームだと効果は限定的となる。債務問題の有無とは無関係に、**10年程度の長期国債を中心として、金額、期間に制限を設けず不胎化せず買取を行う必要がある**。願わくは、過去の米国のケース（月間850億ドル、ユーロ換算で約670億ユーロ、9兆円）を上回る月間買取ペースを設定するとシグナル効果が高くなる。

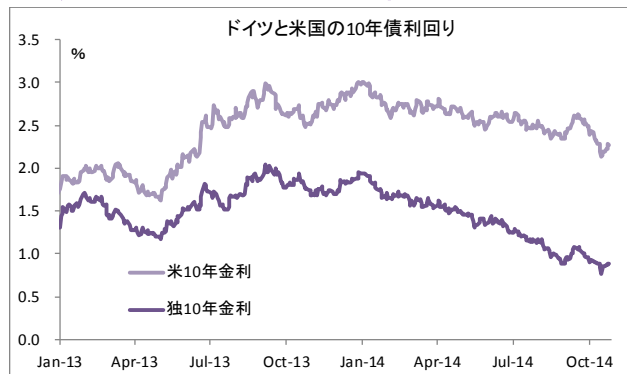
また、OMTは今年2月にドイツ憲法裁判所が合憲性につき欧州司法裁判所（ECJ）に判断を付託したかたちとなっており、現在ECJで審議が進行中である点だ。審議には平均16か月程度かかるとも言われており、その場合だとECJの判断は来年半ばまで出ないことになる。国債を購入する点で類似スキームであるOMTの合憲性に疑念が残る状態で、大々的に量的緩和政策で国債を大量購入できるかは微妙だ。

図表3：ユーロ/ドルと独米10年金利差



（出所）トムソン・ロイターよりプレイデントリア・ストラテジー作成

図表4：ドイツと米国の10年債利回り



ユーロ見通し：下落予想の上振れリスク

当社は現在のところ、ユーロ圏の景気減速とデシインフレの継続を受けて、ECB が来年初にも量的緩和に踏み切り、対ドル、対ポンドを中心にユーロ下落が続くとみている（図表 5）。ユーロ/円については、ドル/円相場の不安定が続いており 106 円程度へ下落するリスクが残っているとみているため、円高圧力も加わって 134 円へ下落した後、来年以降は本邦でも追加緩和期待が燃る中でユーロと円は同程度に弱い通貨となり、両者の間のコントラストがはっきりしないことから、横ばい傾向になるとみている。

もっとも、ECB の量的緩和導入が年内に具体的にイメージできない状況が続くと、ユーロは下落せず高止まり、むしろ足許既に量的緩和導入期待からユーロショートが拡大していることから、その失望を呼んでユーロ反発というリスクもあるだろう。

図表 5：当社のユーロ相場予想

通貨ペア	直近	14年12月末	15年3月末	15年6月末	15年9月末
ユーロ/ドル	1.267	1.26	1.24	1.22	1.20
(市場予想)		1.26	1.25	1.24	1.22
ユーロ/ポンド	0.788	0.77	0.75	0.73	0.72
(市場予想)		0.77	0.77	0.76	0.76
ユーロ/円	137.0	134	134	134	134
(市場予想)		137	134	136	138

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14 年分)
円	「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14 年 9 月 21 日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14 年 9 月 13 日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14 年 9 月 8 日) 「円：GPIF パラドックス」(14 年 8 月 10 日) 「円高に対する生命保険」(14 年 5 月 2 日) 「円：TPP に絡む円売りは後退へ」(14 年 4 月 25 日) 「円：GPIF の失望リスク」(14 年 4 月 5 日) 「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14 年 2 月 7 日) 「M&A と円のポジティブフィードバック」(14 年 1 月 17 日)
ドル	「USD：Fed の BoE 化リスク」(14 年 9 月 27 日) 「USD：敗因と復活の条件」(14 年 6 月 28 日)
ユーロ	「EUR：テルトロ、トロトロ」(14 年 7 月 26 日) 「EUR：円化の花道を回避できるか」(14 年 4 月 19 日)
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」(14 年 8 月 23 日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14 年 7 月 19 日) 「GBP：タカ派の多寡」(14 年 7 月 5 日) 「ポンド：M と F、どちらが支配？」(14 年 5 月 10 日)
豪ドル	「AUD と NZD：反発は似て非なるものに」(14 年 10 月 11 日) 「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14 年 5 月 17 日)
NZ ドル	「AUD と NZD：反発は似て非なるものに」(14 年 10 月 11 日) 「NZD：覆水お盆後も返らず」(14 年 8 月 2 日) 「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)
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14 年 6 月 21 日)
フラン	「フラン高と不動産バブル」(14 年 3 月 22 日)
主要通貨	「G4 通貨：年内のカタリスト・リスト」(14 年 8 月 16 日) 「主要通貨見通し：DOLDRUMS (ドルのスランプ)」(14 年 3 月 7 日) 「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)
新興国通貨	「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14 年 10 月 4 日) 「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14 年 6 月 7 日) 「ZAR：地滑りの勝利 (landslide) よりランド安 (Rand-slide)」(14 年 4 月 11 日) 「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) 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14 年 2 月 22 日) 「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) 「トルコリラ：TRY HARDER (もっと努力しろ)」(14 年 1 月 24 日) 「ZAR：負けないで」(14 年 1 月 10 日)
テーマ	「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14 年 10 月 18 日) 「「リスクオフ」の解体新書」(14 年 8 月 31 日) 「米株価 (S&P) とポンド (Sterling Pound)」(14 年 7 月 12 日) 「伝統 (的金融政策) に強い英国」(14 年 6 月 14 日) 「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14 年 5 月 31 日) 「マクロテーマ：部分ローテーション」(14 年 5 月 23 日) 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14 年 3 月 14 日)

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