

PRAEVIDENTIA WEEKLY (12月6日)

SEK：リクスバンク・リスク

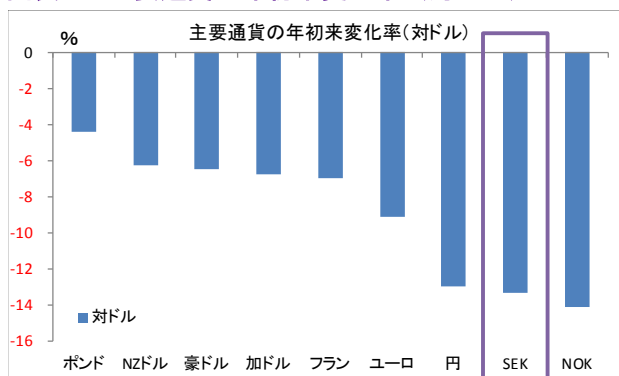
<要約>

スウェーデンクローナは政治・経済的な要因を背景に対ユーロ、対ドルで下落基調が続いてきた。特にインフレ率が直近マイナスで欧州主要国の中でも最も低い中で、追加緩和の必要性が高く、クローナには下押し圧力がかけられ続けそう。もっとも、目先は、ユーロ圏の方が量的緩和導入で先行する可能性があり、来年初にかけて一旦クローナが強含むリスクがありそう。

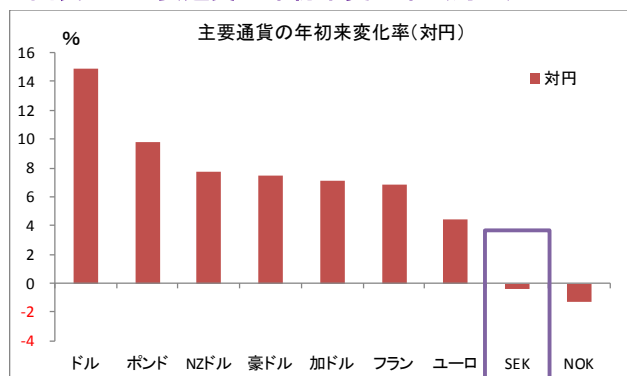
美人の国の通貨が美人投票で下位、円と同程度に弱い通貨

スウェーデンは美人が多いことで有名だが、その通貨クローナは今年、為替市場の美人投票で負けており、主要通貨中、対ドルで政府・日銀が強力な通貨安政策を採用している円や、原油価格下落の影響を受けているノルウェークローナと同程度に弱い通貨となっている（図表1）。この結果、円安を受けて大半の主要通貨が対円で上昇している中で、スウェーデンクローナは対円で横ばいに留まっており、円と同程度に弱い通貨となっていることが分かる（図表2）。

図表1：主要通貨の年初来変化率（対ドル）



図表2：主要通貨の年初来変化率（対円）

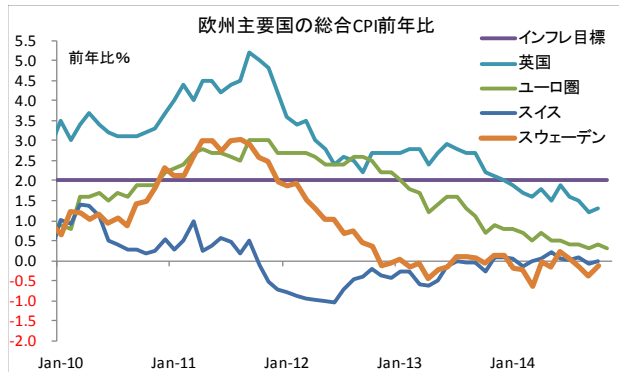


（出所）トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

クローナ安の背景にはスウェーデンの政治・経済的な要因がある。経済面では、GDP成長率は2%弱と然程悪くなく、スウェーデン中銀（リクスバンク）も「比較的強く、改善が続いている」と評価しているが、インフレ率が非常に低く、直近2か月はマイナスで推移しておりデフレ（持続的な物価下落）に足を突っ込んでいる状況だ（図表3）。このため、スウェーデン中銀はECB（6月理事会）にやや遅れてではあるが7月に短期金利の下限を規定する中銀預金金利を大幅にマイナス化させ、政策金利も今年10月27日の会合でゼロ%へ引下げてECBの政策金利（0.05%）よりも低く設定している（図表4）。金利がゼロ制約に突き当たる中で、中銀高官は更なる措置の必要性を議論している。

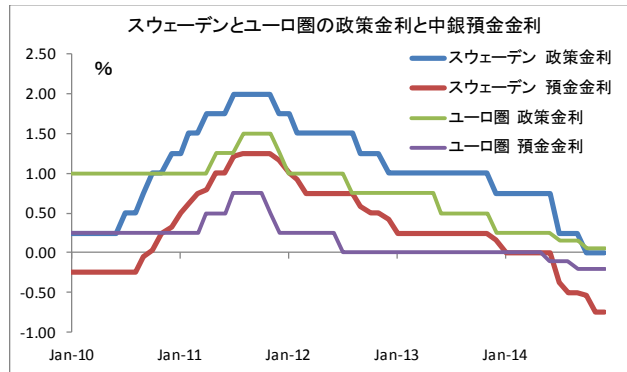
政治面でも、今年9月14日の総選挙で野党左派連合が多数となったものの過半数に届かず少数野党を形成し、極右政党であるスウェーデン民主党がキャスティングボートを握るという、非常に不安定な政権運営となっていた。それがやはり破綻をきたし、今年12月3日に政府予算案がスウェーデン民主党の反対で否決されたことを受け、ロベーン首相が議会を解散し来年3月に同国としては約50年振りとなる解散総選挙を実施すると表明した。こうした政治的不安定の継続は、低インフレ下での中銀の緩和姿勢と合わせ、クローナを買いにくくする要因となっている。

図表 3：欧州主要国のインフレ率



(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 4：スウェーデンとユーロ圏の政策金利



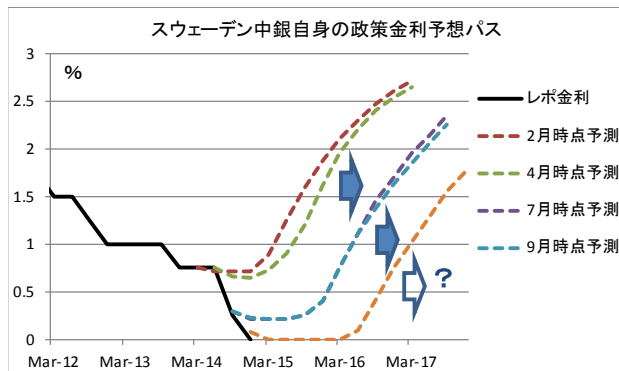
金融政策のスピード感からコロナ上昇リスク

こうした政治・経済的背景から、スウェーデン کروناは対ドル、対ユーロで安定的に下落基調が続いてきたが、今後は、特に対ユーロで追加緩和のスピード感の相対的低さから、強含みリスクがある。ユーロ圏では、大量の長期資金供給オペ（TLTRO、テルトロ）、資産担保証券の購入が開始され、更なる一手についての議論が進んでおり、来年1-3月期のどこかのタイミング（政策理事会は来年から頻度が低下し1月22日、3月5日に予定）で実際に追加策が発表される可能性が高まっている。

他方、スウェーデンでは次の一手として将来の政策金利予想パスの更なる押下げが最有力候補として議論されており、次回12月15日の会合で決定される可能性もある（図表5）。その後のオプションとして政策金利（現在ゼロ%）のマイナス化の可能性を上げる理事会メンバーもいる。もっとも、量的緩和については、10月27日の会合の議事要旨では「他の中央銀行が取っているのと同じ追加緩和の可能性はある」としているが、具体策についての議論は行われていない模様で、量的緩和導入でスウェーデン中銀はECBに後れを取る可能性が高い。その場合、ユーロ/コロナ相場は一時的にせよ上昇基調（コロナ安基調）が反転するリスクがある。

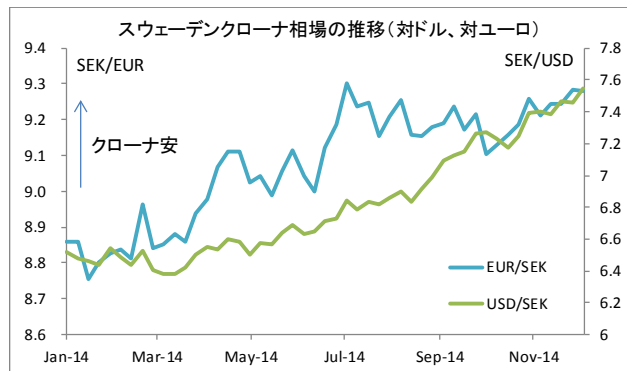
また、スウェーデンでは量的緩和を開始するとしても、日米英ほど大規模に行えないリスクもある。量的緩和は主に国債買取を通じて市場に資金を供給する政策だが、政府債務の対GDPでみると、日本（197%、2012年、世銀調べ。以下同）、英国（103%）、米国（94%）に対してスウェーデンは相対的に健全な財政運営により37%に留まっており、購入可能な国債発行規模がかなり小さいとみられる。このためか、量的緩和よりも為替介入の可能性の方が先行して思惑が高まっている模様で、スイスのようにコロナ上限設定・無制限介入（導入されるとしたら恐らく対ユーロ）の可能性もある。この場合は一時的に非常に大きなコロナ切り下げとなりそうだ。但し現時点ではIngves総裁などは「現時点では選択肢に含まれていない」としている。フランが歴史的な高水準だったスイスと違い、コロナは長期的には割安領域にあるが、総合インフレ率でデフレリスクが最も深刻な国の一つであることから、他の手段を使い切った後ではコロナ上限設定・無制限介入という選択肢もやむを得ないとして国際的な批判はあまり高まらないのではないだろうか。

図表 5：スウェーデン中銀の政策金利予想パス



(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 6：スウェーデン کرونا相場の推移



クローナ相場見通し

以上を踏まえると、来年のユーロ/クローナ相場は、ECB が量的緩和導入で先行する可能性が高いことから、年前半に 9.1 クローナヘユーロ反落・クローナ反発となりそう。但しその後は、スウェーデン中銀もインフレ率がなかなか上昇しない中で量的緩和導入を含めた更なる追加緩和策を模索するとみられることから、ユーロ安とクローナ安が拮抗するかたちで 9.1 クローナ程度で横ばいで推移しそう。対ドルでは、利上げに向かう米国と追加緩和の必要性が高まるスウェーデン中銀との金融政策の方向性の違いからドル高クローナ安基調が続くそう。この間、クローナ/円相場は概ね横ばい圏内で推移しそう。

図表 7：当社のスウェーデンクローナ予想

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	15年12月 末
ユーロ/クローナ	9.28	9.3	9.2	9.1	9.1	9.1
(市場予想)		9.28	9.20	9.10	9.05	9.00
ドル/クローナ	7.55	7.4	7.6	7.8	8.0	8.1
(市場予想)		7.45	7.50	7.60	7.63	7.65
クローナ/円	16.1	16.1	16.2	16.1	15.9	15.6
(市場予想)		15.8	15.8	15.8	15.9	16.0

(出所) プレビデントティア・ストラテジー。市場予想はトムソン・ロイターまとめ。

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	「JPY：限界を試す」（14年11月9日） 「JPY：パーフェクトストーム」（14年11月2日） 「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：他力本願から脱せるか」（14年10月26日） 「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	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」（14年11月24日） 「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	「新興国通貨：救世主降臨」（14年11月16日） 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14年10月4日） 「BRL：働く通貨はキャリーだぜ」（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	「原油と為替：バレルに順バレルのは？」（14年11月29日） 「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