

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月11日)

EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①¹

<要約>

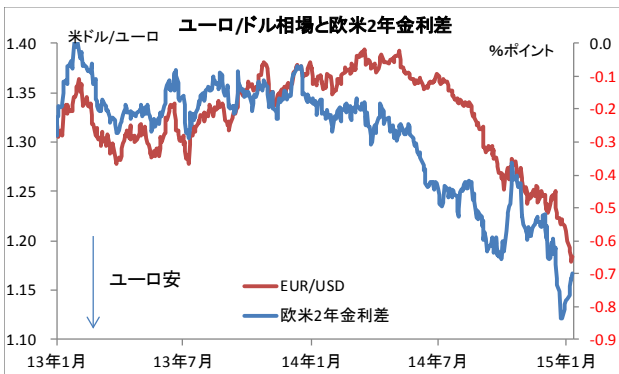
ユーロ圏インフレ率のマイナス化もあって市場の量的緩和期待が更に高まったほか、忘れかけていたギリシャ情勢の不安定化も重なったことから、ユーロ/ドルは下落が加速した。ギリシャ政治情勢の混乱や実際の量的緩和導入で更に下落する可能性が高まっている。もっとも、ギリシャのユーロ圏離脱回避や、ECB 量的緩和の規模やスピード如何ではユーロが下げ渋るリスクも残っている。今回のユーロ関連第1弾では主に量的緩和に絞って議論する。

忘れた頃にギリシャ不安

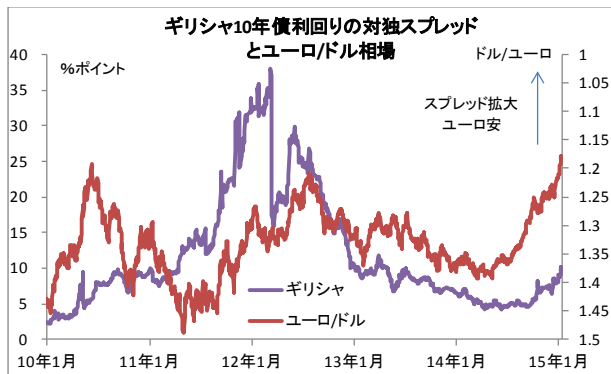
ユーロ/ドルは昨年後半以降、ECB の追加緩和期待や米 FOMC のタカ派姿勢を背景に下落基調を辿っていたが、今年に入ってから 1.20 ドルを割り込み、1999 年 1 月 4 日のユーロ導入時の水準である 1.1789 ドルをも下回るなど、下落が加速している（図表 1）。足許の追加的なユーロ安要因としては、ユーロ圏 12 月 HICP が -0.2% と遂にマイナス化し、デフレ（持続的な物価下落）に片足を突っ込み、追加緩和の喫緊性が高まったことだけでなく、ギリシャ政局不安が一気に台頭したことが挙げられる。

ギリシャでは 12 月後半、議会で 3 回にわたり大統領選出投票が行われたが結局選出できず、1 月 25 日に総選挙を実施する運びとなった。最近の世論調査で最も支持率が高いのは財政再建路線を拒否している急進左派連合（SYRIZA）で、総選挙で SYRIZA が第 1 党になれば再びギリシャのデフォルトあるいはユーロ圏離脱・ユーロ圏分裂リスクが高まる。これを受けて、ギリシャ 10 年国債利回りは 2012 年当時ほどではないもののじり高となっている（図表 2）ドル高という側面もあるが、ごく足許のドル高は対欧州通貨に限られており、どちらかというとユーロ圏サイドの要因の方が強いとみられる。

図表 1：ユーロ/ドルと欧米 2 年金利差



図表 2：ギリシャの対独利回り格差とユーロ相場



(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

サイズ・スピードが肝心

ユーロ圏インフレ率がマイナス化し ECB の中期的な物価安定目標（2%を下回るが近い。1.6~1.9%程度とみられる）から大きく乖離した状況が続き、市場の期待も高まり、ECB も量的緩和実施の可能性を明確に示唆し

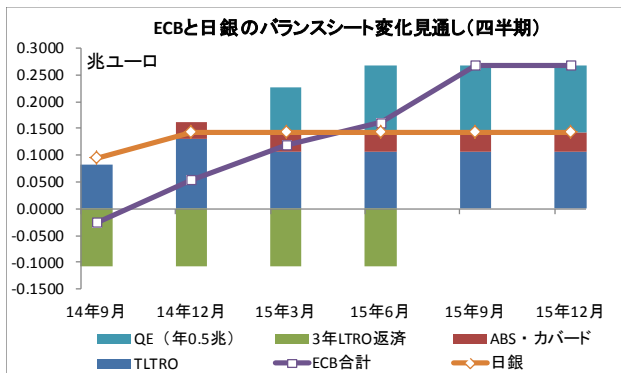
¹ アッシジの聖フランチェスコの平和の祈りの一部にデフレ関連を付け加えたもの。平和の祈りの主な節は以下の通り：…憎しみのある所に、愛を置かせて下さい。侮辱のある所に、許しを置かせて下さい。分裂のある所に、和合を置かせて下さい。誤りのある所に、真実を置かせて下さい。疑いのある所に、信仰を置かせて下さい。絶望のある所に、希望を置かせて下さい。闇のある所に、あなたの光を置かせて下さい。悲しみのある所に、喜びを置かせて下さい。…

てきた中で、次回1月22日あるいは3月5日の政策理事会で実際に導入される可能性は高まっている。量的緩和のユーロ相場への効果を考える上で最も重要なのは、他国対比での資産購入の規模（ペース）だ。ECBは現在、TLTROを通じた資金供給やABS・カバード債購入を通じて、昨年末現在で2.15兆ユーロのバランスシートを約3兆ユーロへ拡大すると表明、つまり約1兆ユーロ（約140兆円）の資金供給を目指している。但し問題は、3兆ユーロへのバランスシート規模拡大がECBの政策目標ではないことだ。Draghi総裁は昨年12月4日の前回政策理事会後の記者会見で、3兆ユーロは意図（intention）であり、期待（expectation）ではないがまだ目標（target）でもなく、両者の中間だと述べている。また、達成期間が示されていないことから、どの程度のペースで資産が購入されバランスシートが拡大されるのかが明らかではない点も、効果を減殺している。

<量的緩和規模>ユーロ相場への影響をみる上では、他国との対比が重要となる。英米は既に資産購入およびバランスシート拡大を終了していることから、現在も積極的なマネタリーベース（およびバランスシート）規模の拡大を推進する日銀との対比が特に重要だ。現在日銀は年間約80兆円・月間6.7兆円（年間6000億ユーロ弱、月間500億ユーロ弱）ペースでマネタリーベースを拡大させているので、ECBは今後1年半（18か月）で1兆ユーロ拡大すれば、月間560億ユーロ程度となるため日銀を上回るペースの資産購入となる。昨年10-12月期のTLTROとABS・カバード債購入合計（過去の3年LTRO返済を差し引く）で月間180億ユーロ程度なので、新たな量的緩和は月間380億ユーロ・年間4,560億ユーロ規模となれば、ECBは日銀よりも積極的に資金供給を行っていることになり、ユーロ/円の下押し圧力となる。

英FT紙の最近（1月4日公表）のアンケート調査によると、量的緩和規模に関する市場コンセンサスは5,000億ユーロ、レンジは2,500億~1兆ユーロとなっている。期間は不明だが、年間の購入規模が5,000億ユーロとなった場合、月間規模は417億ユーロ、TLTROやABS/カバード債購入と合わせると月間600億ユーロ・年間7,200億ユーロで、日銀のペースを上回る規模が想定されていることになる。過去の3年物LTROの返済（3か月で1,000億ユーロ程度）が今年前半で終了する見込みであるため、今年後半以降はバランスシート拡大ペースが速まることになる（図表4）。

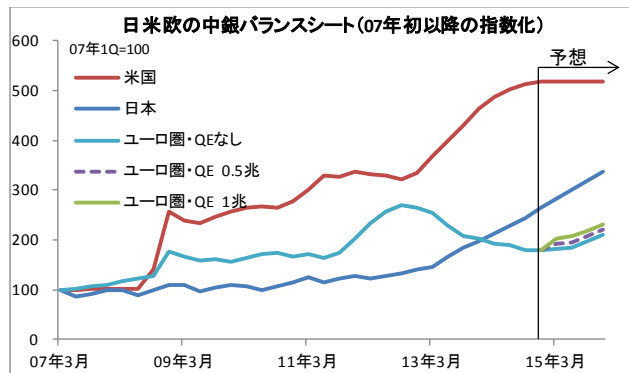
図表3：日欧中銀のバランスシート変化見通し



（注）ECBについては、2014年末までは実績、その後はそれぞれのオペレーションの過去平均を基に四半期ペースを算出。QEは1月政策理事会での決定を想定。日銀については追加緩和なしを想定。ユーロ換算相場は1ユーロ140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

図表4：日米欧中銀のバランスシート（指数化）



「何でも買います」への道のり

<購入対象資産>前述の通り、為替相場へのインパクトとしては規模・ペースが最も重要で、バランスシートが拡大する限りは購入対象となる資産は二次的な問題だ。長期国債利回りが高水準の状況であれば、国債購入による利回り低下は、為替市場との連動性が高いためユーロ下押しの主要なチャネルとなり得たが、現在ではドイツ2年債利回りはマイナス、10年国債利回りは0.4%台であることから、利回り自体およびユーロの下押し余地は非常に限定的だ。とは言え、為替へのインパクトが他の資産よりも相対的に大きいのは事実で、かつ実務的に市場規模が大きいという意味では国債中心となりそうだ。

国債：現在の議論では、①損失時の負担の観点からECBが単独で購入するのか、あるいは各国中銀（NCB）が自国の国債を購入するのかという点、および②購入対象をトリプルA格の国債あるいは投資適格国債に限定するのか、あるいはギリシャなど投資不適格の格付けの国債も対象とするのか、という二つの論点があるようだ。ユーロへのインパクトの観点からは、ECBだけでなく全てのNCBが無条件に購入する、というのが、ユーロシステム全体のデフレ阻止の強い決意を示すことから最も効果が高そうだ。②の観点からも、ギリシャなどの低格付け国債も購入した方が、ECBのバランスシートの質的悪化という観点からもユーロ安圧力となる。

但し、ECB 内部でも、ドイツを中心に国債購入/量的緩和そのものや、低格付け国債購入に対する根強い反対論があるほか、タイミング的に、1月25日のギリシャ総選挙前の量的緩和導入への慎重論（Hansson エストニア中銀総裁）、更に国債購入という点で類似する OMT（債券買取プログラム）の EU 法への適法性に関する欧州司法裁判所の審査が終了していないことも、次回 1月22日の政策理事会で量的緩和開始が見送られるリスクがあることを示唆している。

その他資産：国債購入に関する合意形成の困難さを踏まえれば、将来的には国債購入に踏み切るにしても、政策順序としては、社債や、欧州のインフラ整備を目的とした欧州投資銀行（EIB）発行の債券が先に合意に至る可能性もある。また、日本の経験および Draghi 総裁も前回の政策理事会後の記者会見で「金（gold）以外のあらゆる資産購入の可能性について検討した」と述べていること、かつ大社債・ABS・カバード債の市場規模の制約を踏まえると、将来的に株式/ETF/REIT も購入対象に含まれてくる可能性もある。

ユーロ相場予想の下方修正

これまでのユーロ安で既に当社のこれまでの 9 月末予想（1.18 ドル）に達し年末予想（1.17 ドル）にも接近、かつギリシャ情勢や量的緩和如何では今後も下落基調が続く可能性が高いため、当社のユーロ相場予想を下方修正する。ECB が 3 月会合で量的緩和を導入しその後も更なる拡大の姿勢を示唆、他方で FOMC は 6 月に利上げ開始という前提の下で、ユーロ/ドルの年末予想を 1.17 ドルから 1.10 ドルへ下方修正する。当社予想の上振れリスクとしては、ECB 量的緩和の導入の年央以降への後ずれあるいは資産購入が小規模に留まること、またギリシャについて総選挙で SYRIZA が第 1 党の座を獲得できず現政権が続く場合、などがある。米国サイドでも、FOMC がインフレ・賃金低迷を問題視して利上げを今年後半へ後ずれさせる場合のドル安が押上げリスクとなる。他方、下振れリスクとしては、ギリシャ総選挙で SYRIZA が圧倒的多数で勝利し、EU 等との債務交渉で強硬姿勢を取り、結果としてギリシャがユーロ圏を離脱する見通しが強まる場合が挙げられる。

ユーロ/円については、日銀が 4 月あるいは 7 月にも追加緩和に踏み切るとの想定のもと、ユーロと円は ECB と日銀の量的緩和合戦でいずれも弱い通貨となり、140~145 円でのみみ合いの展開を予想している。

図表 7：当社の G3 通貨予想

通貨ペア	直近	15年3月末	15年6月末	15年9月末	15年12月末
ドル/円	118.5	123	125	127	127
(市場予想)		122	123	124	125
ユーロ/ドル	1.184	1.16	1.14	1.12	1.10
(市場予想)		1.20	1.18	1.165	1.15
ユーロ/円	140.3	143	143	142	140
(市場予想)		146.4	145.1	144.5	143.8

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成。市場予想はトムソン・ロイター纏め。

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	<p>「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日)</p> <p>「JPY：限界を試す」(14年11月9日)</p> <p>「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日)</p> <p>「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日)</p> <p>「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日)</p> <p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <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>
ドル	<p>「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)</p> <p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日)</p> <p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <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>
豪ドル	<p>「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日)</p> <p>「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)</p> <p>「豪ドル：熊(ベア)はいても子守熊(コアラ)？」(14年5月17日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <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>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
スウェーデンクローナ	<p>「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)</p>
主要通貨	<p>「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日)</p> <p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：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>
新興国通貨	<p>「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日)</p> <p>「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)</p> <p>「BRL：働く通貨はキャリアだぜ」(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：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日)</p> <p>「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日)</p> <p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <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>

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