

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月18日)

EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所に QE を②¹

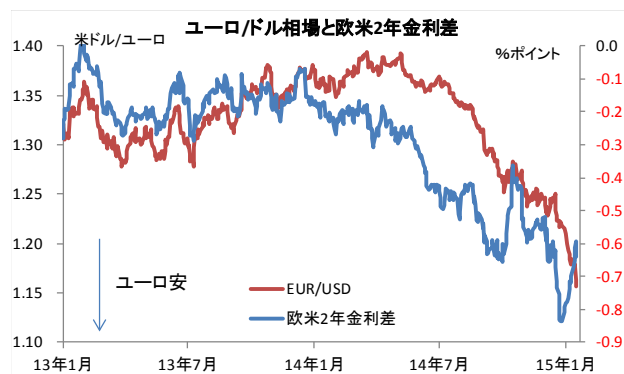
<要約>

ECB 量的緩和期待に加えて足許のユーロ下押し要因となっているのがギリシャ懸念再燃だ。1月25日の総選挙での急進左派連合（SYRIZA）勝利の可能性が高まる中、ギリシャ支援交渉の期限も2月末に迫っており、ギリシャのデフォルトリスク、ユーロ圏離脱リスクが意識され易く当面はユーロ下押し圧力となろう。もっとも、SYRIZA およびギリシャ国民はユーロ離脱を必ずしも望んでおらず、結果的にはユーロ残留が選択され、一時的なユーロ買戻しに繋がりそうだ。とは言え、ユーロ圏景気低迷・デフレ懸念の高まりとそれに対する量的緩和がユーロ安の根本的な要因であるため、ギリシャ懸念が後退してもユーロ安基調は続く。

ギリシャが再び舞台に、但し主役ではない

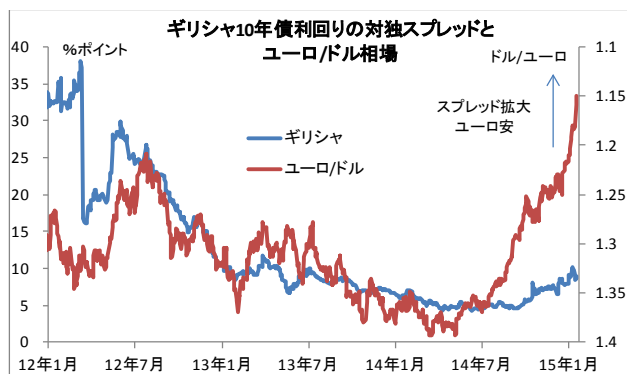
ギリシャを巡っては、昨年12月後半に3回にわたる議会での大統領選出投票で選出できず、1月25日に総選挙を実施する運びとなる中で、ギリシャ国債利回り上昇（およびその対ドイツ国債利回りスプレッド拡大）がユーロ相場の重石となってきた。各種調査機関による世論調査結果はほぼ毎週発表されるが、債務削減を唱える急進左派連合（SYRIZA）のリードは変わらず、SYRIZA 勝利が現実になりつつある（図表3）。こうした中、SYRIZA が唱える富裕層への課税強化などを受けて、ギリシャの銀行預金引き出しが続いている模様で、先週はギリシャ大手2銀行（アルファ銀行、ユーロバンク）が ECB に対して緊急流動性支援（ELA）を要請したとの報道が出るなど、SYRIZA 勝利後の潜在的な悪影響が既に広がりつつある。こうした中、ユーロ/ドルは米金利低下を受けたドル安圧力にも拘らず下落を続けている（図表1）。もっとも、ギリシャ国債利回り（10年物）の上昇幅は現在のところ急激ではなく、あくまでユーロ安の主因は量的緩和期待で、ギリシャ懸念はサイドストーリーと言えそうだ（図表2）。

図表1：ユーロ/ドルと欧米2年金利差



（出所）トムソン・ロイターよりプレビデント・ストラテジー作成

図表2：ギリシャの対独利回り格差とユーロ相場



ギリシャ総選挙を巡るリスク：SYRIZA は過半数を取れるか

1月25日の総選挙を巡っては、16日発表の最新世論調査（Metron 実施）では SYRIZA が 35.4% で 1 位、現在与党の新民主主義党（ND）は 30.8%、SYRIZA の連立パートナーとなる可能性が高い Potami（川）は 7.1% となっている。他の世論調査結果も同様の結果を示しており、SYRIZA が第一党となり、Potami と合わせて過半

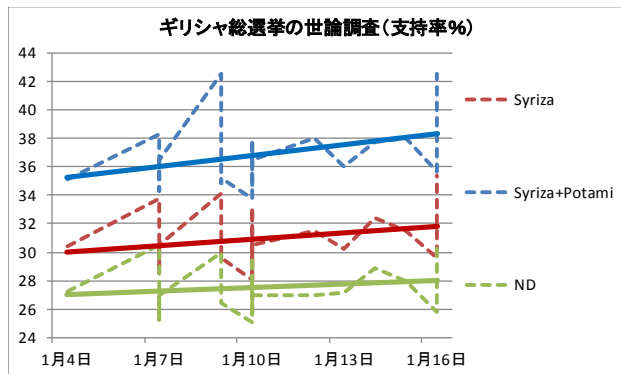
¹ アッシジの聖フランチェスコの平和の祈りの一部にデフレ関連を付け加えたもの。平和の祈りの主な節は以下の通り：…憎しみのある所に、愛を置かせて下さい。侮辱のある所に、許しを置かせて下さい。分裂のある所に、和合を置かせて下さい。誤りのある所に、真実を置かせて下さい。疑いのある所に、信仰を置かせて下さい。絶望のある所に、希望を置かせて下さい。闇のある所に、あなたの光を置かせて下さい。悲しみのある所に、喜びを置かせて下さい。…

数の議席を得て連立政権を樹立する、というのがメインシナリオとなっている。ND が巻き返して第 1 党となる場合、ユーロにとっては大きなポジティブサプライズだが、可能性は非常に低そうだ。

他方、SYRIZA が第 1 党となり勝利しても、連立相手 (Potami など) を合わせても過半数 (151 議席/300 議席) に達しないリスクがある。その場合、2012 年 5 月 6 日の総選挙の際と同様に、Papoulias 大統領が議会を解散し、再び総選挙となる可能性がある (当時は 6 月 17 日に再選挙実施)。その場合は 2 月末にギリシャ支援交渉期限が迫る中、ユーロ売り圧力が更に強まりそうだ。

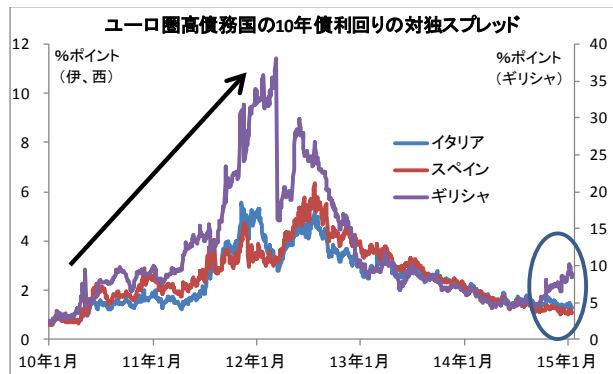
なお、新政権発足後、議会で再び大統領選が行われなければならない (Papoulias 大統領の任期終了は 3 月 12 日)。今回も昨年 12 月中に行われたのと同様に 3 回の投票を経るが、第 1 回投票の必要票数は 180 票、第 2 回は 151 票、そして第 3 回は最多得票者を選出、というように回を重ねる度にハードルが下がり、最終的には選出される仕組みとなっており議会解散はない。また、もし大統領の任期終了を過ぎても、選出が遅れている場合は任期延長が可能とみられ、大統領選出は中心的なリスクにはならないだろう。

図表 3: ギリシャ総選挙に関する世論調査



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデント・ストラテジー作成。図表 3 は、主要 3 政党のみ表示 (急進左派連合 SYRIZA、新民主主義党 ND、そして SYRIZA の連立候補である Potami)、異なる世論調査結果を時系列で並べ、線形トレンド (実線) を追加。

図表 4: ギリシャ、伊、西の対独利回り格差



ギリシャ支援の行方

今回のギリシャ政局不安定化 (の顕現化) は、2010 年以降顕在化した当初のギリシャ債務危機への支援 (合計約 2,400 億ユーロ) と引き換えに課された各種財政緊縮策への不満がある。この EU/IMF による「経済調整プログラム (Economic Adjustment Programme)」は当初 2014 年末で終了予定だったが (2010 年 5 月 2 日決定の第 1 次支援 1,100 億ユーロの未使用分 345 億ユーロに、2012 年 3 月 14 日決定の 1,300 億ユーロを加えた第 2 次支援 1,645 億ユーロのうち、1,538.8 億ユーロが支払い済み、未使用分は 106.2 億ユーロ程度の模様)、ギリシャ国内でトロイカ (欧州委、IMF、ECB) より求められた財政緊縮策 (年金改革、付加価値税引上げ等) が不人気で合意に時間がかかるとの見方から、ユーログループが昨年 12 月 8 日に、支援プログラムの 2 か月延長 (今年 2 月末まで) を決定していた (この決定直後に、Samaras 首相は大統領選の前倒しを決定)。

Samaras 首相は支援の条件として課された財政緊縮策が国民に不人気であることから、支援を早く終了させ、国際金融市場に復帰し自力調達を目指していた。他方、EU/IMF は支援と監視の継続が必要との認識で、EU 当局者は更に 6 か月、IMF は 2016 年初までの継続を検討している模様だ。EU は現在の支援プログラム終了後、欧州安定メカニズム (ESM) の強化条件付与信枠 (ECCL) を設定して支援・監視を継続し、資金としてはギリシャの銀行資本増強のための救済基金 500 億ユーロの未使用分 115 億ユーロを流用する意向のようだ。

これに対し、総選挙で勝利の可能性が高い SYRIZA は、過度の財政緊縮に反対し、債務削減交渉を公約として支持率を高めてきたことから、ギリシャに対する更なる債務削減を拒否している EU/IMF との間の交渉決裂リスク・ギリシャのデフォルトリスク、ギリシャのユーロ圏離脱・EU 脱退リスクを高めている。このため、1 月 25 日の総選挙で SYRIZA が勝利し連立政権樹立が明らかになると、週明けの市場ではユーロ売りが強まり易いだろう。

もっとも、ギリシャ国民はユーロ圏離脱・EU 脱退を望んでいないほか (世論調査で過半数が反対姿勢)、SYRIZA も同様の姿勢を取っている (要は、SYRIZA や多くの有権者は財政再建を行わずにユーロ残留を望むという、相容れない要望を抱いている)。このため、SYRIZA の戦略としては、債務削減交渉を行いつつ、ある程度の改革 (富裕層への増税等による財政再建策) を約束して、債務残高の削減ではなく、条件緩和 (返済期限の 50~60 年への延長や金利減免) を通じた実質的な債務負担削減の交渉を纏める、というのが落とし処

ではないだろうか。SYRIZA の Tsipras 党首は一方的なデフォルト宣言は行わないと述べている。その場合、ギリシャの目先のデフォルトリスク、ユーロ圏離脱リスクの後退を受けて、ユーロは一時的に買い戻されるだろう。なお、今回と前回の危機で大きく異なるのは、ESM や ECB の債券買取プログラム（OMT）などの危機対応のフレームワークが構築されたこと、およびギリシャ危機が他のスペインやイタリアなどの高債務国へ波及していないことで（図表 4）、これによりギリシャ懸念のユーロ圧力がこれまで限定的に留まっていたと言える。

ユーロ相場予想は取り敢えず据置き

当社は前回の週次レポートでユーロ予想を引き下げたが、その後のスイス中銀によるユーロ/フラン下限撤廃を受けてユーロ売り圧力が想定以上に強まったこともあって、先週ユーロ/ドルは 1.15 ドルを割り込み、当社の 3 月末予想（1.16 ドル）を下回った。選挙後の SYRIZA 勝利や EU/IMF との交渉長期化や、1-3 月中の ECB 量的緩和導入の可能性は非常に高いこともあって、ユーロ/ドルは目先更に低下するリスクがある。

但し、上述の通り、ギリシャ新政権がデフォルトやユーロ圏離脱を回避しようとする可能性も高いことから、その場合の一次的なユーロ買い戻しを想定し、当面は 3 月末予想を 1.16 ドルで据え置くこととする。デフォルト・ユーロ圏離脱に向かう場合には、下方修正が必要となる。

ユーロ/円は、ユーロ/ドルの下振れに加えて、ドル/円が原油安・米株安からくるリスクオフ的な円買い戻しを受けて想定外に軟調に推移していることから、当社予想からの下振れが大きくなっている。もっとも、現在のところ米経済の回復基調が続き今年半ばの利上げ開始シナリオは崩れていないこと、また足許の円高で日銀の追加緩和の必要性が更に高まっていることも踏まえ、ドル/円、ユーロ/円予想を当面は維持する。

図表 5：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	117.6	123	125	127	127
（市場予想）		122	123	124	125
ユーロ/ドル	1.157	1.16	1.14	1.12	1.10
（市場予想）		1.20	1.18	1.165	1.15
ユーロ/円	136.0	143	143	142	140
（市場予想）		146.4	145.1	144.5	143.8

（出所）プレビデント・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7月以降）
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」（14年12月21日） 「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）
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」（14年9月27日）
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」（15年1月11日） 「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）
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）
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」（14年12月27日） 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日）
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」（14年8月2日）
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」（14年12月6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）
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）
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）

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