

シニア・ストラテジスト
山本 雅文

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

ユーロ:「レジスタンス」運動とスイス衛兵

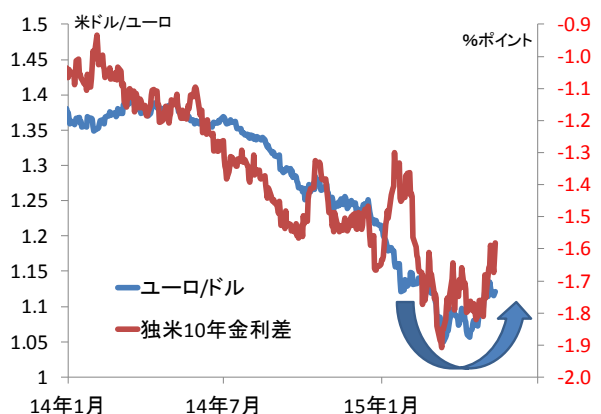
<要約>

ユーロ/ドルは3月に安値を付けた後、10%弱反発した。ドイツ国債利回りが極端な水準へ低下していた中で、ユーロ圏ファンダメンタルズの回復やギリシャの目先のデフォルトリスク後退などが重なり、ポジション巻き戻しが嵩んだことがドイツ利回りとユーロ急反発の背景にあり、こうした動きはもう少し続くリスクがある。もっとも、金利高、通貨高、株安からくる金融条件の引き締めりはユーロ圏経済にとって望ましくないため、ECBはまず口先介入を行い、景況感も明確に悪化すれば追加緩和の可能性も高まる。米景気も回復に向かえば、ドル高も手伝ってユーロは再び下落基調に回帰しそうだ。

理由ある反発

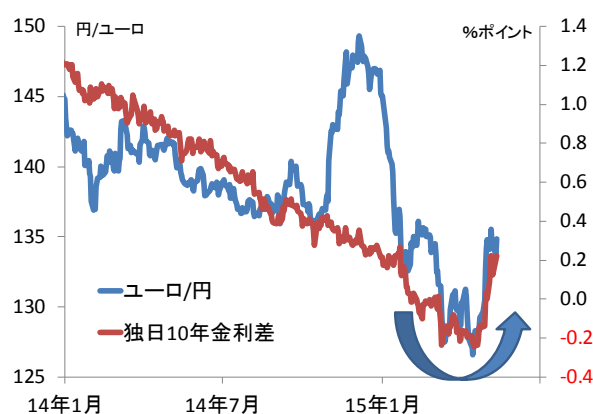
ユーロ/ドル相場は、昨年5月に対ドルで1.3993ドルの高値を付けた後、ユーロ圏のデフレリスクの高まりとそれに対応したECBのマイナス金利導入や資産購入プログラム開始などを背景に下落基調となり、3月16日には1.0458ドルの安値をつけ、昨年高値から25%下落した(図表1)。米国の利上げ開始に向けた動きとドル高もユーロ安基調を強めた。市場では年内にも対ドルでパリティ(1ユーロ=1ドル)へ下落すると予想する向きも増えていた。ユーロ/円は、日銀の追加緩和を受けた円安により昨年12月8日に149.78円の高値をつけた後、4月14日に126.10円の安値へ16%下落した(図表2)。こうした中、金利低下、ユーロ安、株高を受けてユーロ圏の企業景況感が高水準へ改善が続いた。

(図表1) 独米10年金利差とユーロ/ドル



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表2) 独日10年金利差とユーロ/円



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

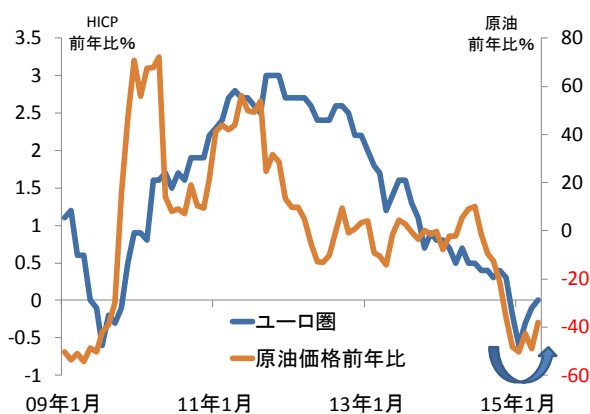
もっとも、その後は状況が一変し、ユーロは対ドルで5月7日に一時1.1392ドルへ急反発、3月の安値からは9%上昇した。ユーロ/円も5月7日に136円へ反発、安値から8%上昇した。この背景には、(1)ユーロ圏のデフレ長期化リスクの後退、(2)ギリシャの目先のデフォルトリスクの低下、そして(3)ドイツ

国債利回りが極端な低水準へ低下し、これ以上下がりにくくなっていた中で、債券ロングポジションの巻き戻しが入り易かった、といった要因が合わさって、利回りとユーロの急上昇を招いたとみられる。

(1) デフレ長期化リスクの後退: ユーロ圏景気の低迷に原油安が加わり、今年1月にかけてユーロ圏総合HICPは前年比で一時-0.6%へ低下、事実上のデフレに突入していた。もっとも、今年1月以降原油安が一服したこともあり、HICPは直近4月分まで前年比ゼロ%まで回復、市場では来年初には前年比+1%台へ回復するとの見方がコンセンサスとなってきた(図表3)。日本のように一旦デフレに陥ると抜け出すのが困難との危機感が、ECBのマイナス金利導入や(さんざん渋ってきた)国債購入を通じた量的緩和政策開始の背景にあったため、デフレ一服は量的緩和政策が終了予定時期(16年9月末)を待たずして打ち切られるとの見方に繋がった。Draghi総裁は直近4月15日の定例政策理事会でそうした見方を否定したが、少なくとも利回り低下をもたらしたドイツ国債ロングポジションの利食い売りに繋がった面があったとみられる。

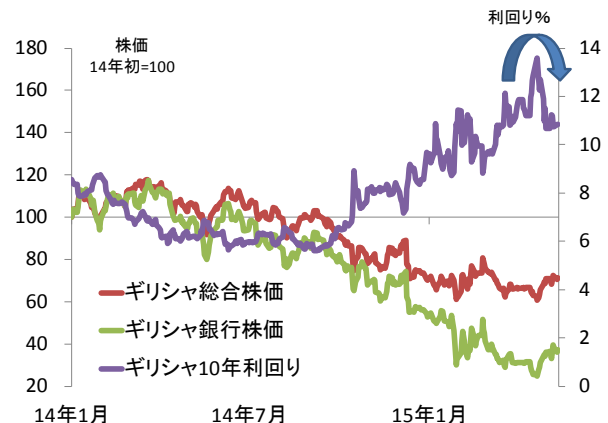
(2) ギリシャの目先のデフォルトリスクの低下: ギリシャ支援を巡る、ギリシャとEU・IMFなど債権者側との交渉は明確な進展が見られていないものの、ギリシャが地方政府や公的機関の現金準備を中央政府に集中させることで、5月末頃までは必要な現金を手当てできたとの見方が強まり、目先の突発的デフォルトへの懸念が後退した(図表4)。また、ギリシャ国民は財政緊縮疲れはあるもののユーロ圏残留を望んでおり、強硬姿勢をとってきたTsipras首相もそうした世論を背景に少しずつ譲歩姿勢を示しているなど、最終的には何らかのかたちで交渉がまとまる、との打算が市場には根強い。更に、過去の危機を経て危機の伝染的波及を防止するセーフティネットが整備されたこともあり、過去のユーロ圏債務危機の際と異なり、ギリシャ問題を受けたギリシャ株安・国債下落(利回り上昇)がイタリアやスペインに波及していないことも、ギリシャ危機がユーロ危機ではなくなっている。

(図表3) 原油価格とユーロ圏の総合HICP (前年比)



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表4) ギリシャの株価と10年債利回り



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

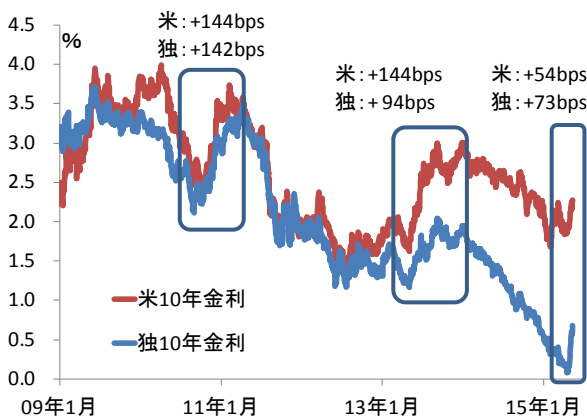
(3) 極端な利回り低下の反転: ECBによる国債購入開始への期待感から、ECBが実際に購入を開始する前からドイツを中心に国債利回りがほぼ一方向に低下し、ドイツ2年債利回りは昨年初の0.2%から今年4月15日に一時-0.286%へ、同10年債利回りは昨年初の2.0%弱から4月17日に一時0.049%へ大きく低下、前者はECBが実質的な利回りの下限としていたECB預金金利水準である-0.2%を大きく下回り、過熱感が広がりつつあった。こうした状況で、上述の(1)、(2)といったファンダメンタルズ要因

が重なり、ユーロ圏国債およびユーロロングポジションの巻き戻しが嵩んだとみられる。

更なる利回り上昇とユーロ続伸リスク:過去の米国の例から

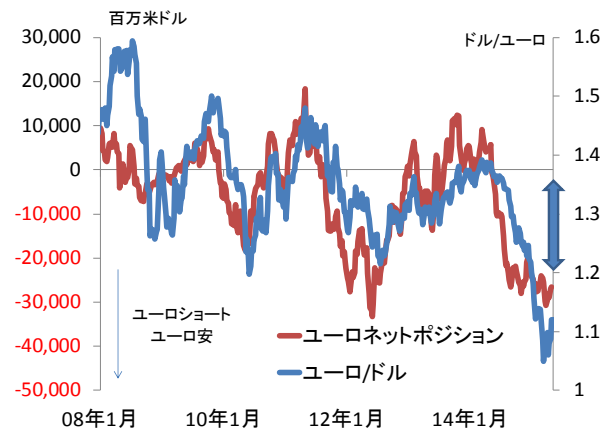
では、(3)のようなテクニカルな要因により助長されているドイツ国債利回りの急上昇とそれを受けたユーロ高はまだ続くだろうか。過去、米国債市場でも同様の利回り急上昇曲面があり、FOMCがQE2を開始する直前の2010年8月から翌年2月まで、および2013年5月から9月までみられた。当時(いずれも1.44%ポイント上昇)と比べて今回はより短期間に急上昇しているが上昇幅は0.54%ポイントと相対的に小幅で、まだ上昇余地があるようにも見える。ドイツ国債利回りも、同時期に米国発の要因で各々1.42%ポイント、0.94%ポイント上昇したが、今回はユーロ圏発の事情が主因にも拘らず0.73%ポイントの上昇に留まっており、こちらも更なる上昇余地が残っているかもしれない。ドルが上昇基調に戻っていない中で、ドイツ利回りの上昇が続くと、ユーロ/ドルは1.15ドル程度まで、ユーロ/円は138円程度まで続伸するリスクがある。

(図表5) ドイツと米国の10年債利回り



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表6) ユーロ/ドルとIMMユーロネットポジション



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

ユーロ安再開の条件:ユーロ圏景気腰折れ、ECB追加緩和、米景気回復

こうした金利高、通貨高、株安は金融条件の引き締めを意味し、ECBの量的緩和効果を減殺、せっかく回復してきたユーロ圏経済の腰を折ってしまう恐れがある。このため、ECBは遅かれ早かれ、量的緩和の効果を取り戻すため、金利上昇、通貨高の牽制を行い、株価の持ち直しを図ろうとするだろう。来年にかけてインフレ率が1%台へ持ち直し、デフレリスクは過去のものになるとしても、低インフレ環境は続くリスクが高く、この面からも追加緩和の必要性が高まる可能性がある。

具体策としては、①まずはECB高官による口先介入(あるいは日米と協調したかたちで口先介入したほうがより効果的)、②現在は月間600億ユーロの量的緩和ペースを拡大、あるいは期間を延長③追加利下げを行い、金利低下余地を拡大する、などが考えられる。

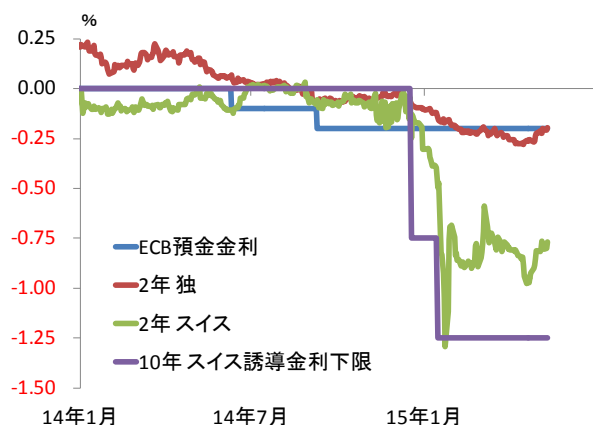
現在下限金利(市中銀行のECBへの預金金利)が-0.20%とマイナス化している中、更に利下げをすることは可能なのだろうか。ECBより先を進んでいるスイスの例では、通貨(高)防衛のため中銀の誘導金利レンジを-0.25%~-1.25%へ下げ、スイス2年利回りは-0.75%程度で推移している(図表7)。スイスの例は極端としても、-0.5%程度までの追加利下げは実現不可能ではなさそうだ。

次回ECB定例政策理事会は6月3日だが、それを待たずにECB高官が講演等の機会を利用してまずは利回りとユーロの更なる上昇抑制を狙った口先介入を行う可能性が高まっている。こうした対応策

のトリガーとなり易いのは、ユーロ圏景況感指数(ドイツ ZEW、Ifo およびユーロ圏 PMI など)の悪化だ。既に一部の先行指数(ZEW 期待指数やIfo 期待指数)はピークアウトしており、更なる悪化リスクが高まっている。

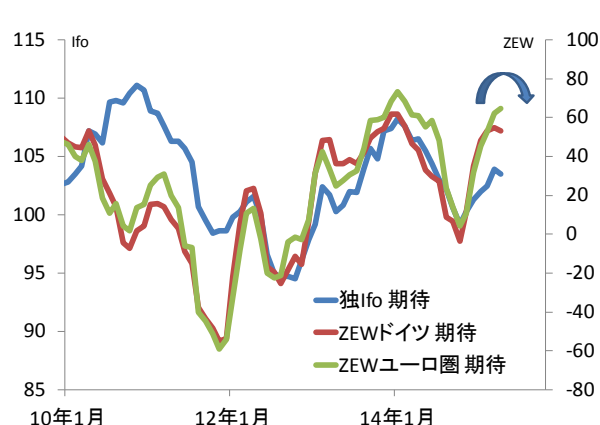
また、米国経済が冬場の一時的な減速から持ち直し、今年の年末までに 1~2 回利上げをできる環境が整えば、ドル反発がユーロ/ドルを押し下げることとなりそう。欧州、米国の両大西洋岸の条件がそろえば、ユーロ/ドルは今年末に再び 1.05ドル方向へ反落に向かおう。ユーロ/円は、ドル/円が今年末にかけて 125 円へ上昇するという前提の下では、131 円へ下落する方向となる。逆に、こうした条件が整わない場合には、ユーロ/ドルは 1.10ドルを割り込めずに年を越すことになりそう。この場合、ドル/円も 120 円程度で横ばい推移が続くとすると、132 円と小幅安に留まることになる(ドル/円の見通しについては、[4月15日付投資戦略テーマ「ドル/円:\(どこまで\)上がれるか？」](#)を参照)。

(図表7) スイスとユーロ圏の下限金利と2年利回り



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表8) ユーロ圏とドイツの景況感指数 (期待指数)



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会