

欧州危機一服なら為替はどうなる？

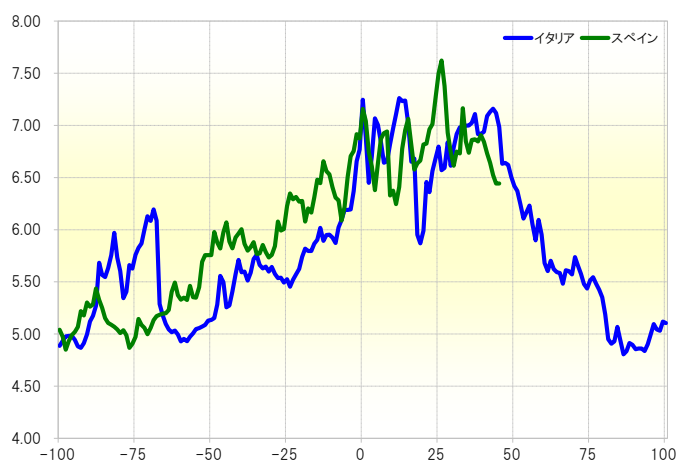
マーケット エディターズ・吉田 恒

1.ECB 対策で欧州危機は一服するのか？

欧州債務危機は、7月下旬に、ECB ドラギ総裁が「ユーロを守るために何でもする」と宣言して以来、とりあえず小康となっています。9月には、いよいよスペインやイタリア国債購入などの ECB による欧州危機対策も具体化される見通しですが、これで欧州債務危機は一服となるのでしょうか。

結論的にいうと、私は危機一服になるのではないかと考えています。ではそうなった場合、ユーロ、そして為替全体にはどんな影響が出るかについて、今回は考えてみたいと思います。

《資料1》



まずは、ECB のスペイン国債購入などが9月にかけて具体化される中で、スペインやイタリアの国債急落、利回り急騰は一段落し、欧州債務危機も一服となるかということですが、私は一服するのではないかと考えています。理由を一言でいうと、一服するような時期に入っているのではないかということです。

《資料1》は、イタリア10年金利とスペイン10年金利を、「危険ライン」とされる7%に到達した時点を中心として重ねたものです。これを見ると、スペイン10年金利が、「危険ライン」を突破した前後の動きは、イタリア10年金利のそれと良く似ています。この先も似た動きが続くなら、スペイン金利は一段の低下に向かう時期に入っているわけです。

イタリア 10 年金利が「危険ライン」7%を突破したのは昨年 11 月から今年 1 月にかけての局面でした。当時のイタリアは、欧州債務危機の主役だったわけです。そして現在の欧州債務危機の主役がスペインです。

イタリアはユーロ圏第 3 位の大国であり、その本格支援となると膨大なコストが発生します。このため、支援回避のために、ECB が LTRO、3 年物供給オペといった「ECB 版 QE」と呼ばれる政策に動いたことなどをきっかけに、イタリアを主役とした欧州債務危機は一服となったのです。

さて、スペインはユーロ圏第 4 位の大国です。イタリアの本格支援回避という目的は、スペインにも同じように当てはまりそうです。本格支援回避のために、「ECB サプライズ」となった点も似ています。同じような構図の中で、債券利回りといった値動きが似ているのも当然なのかもしれません。

一部報道によると、ECB は事実上、スペインなどの債券利回りに上限を設定し、それを防衛する形での債券購入を検討しているとされます。たとえば、スペイン 10 年金利の 5-6% を上限とし、それ以上に債券利回り上昇、債券価格急落とならないように ECB が債券を買うなら、事実上「無制限介入」の覚悟も必要になるかもしれません。

歴史上有名な債券の「無制限介入」は FRB でしょう。第 2 次世界大戦後のインフレ、債券急落を阻止するために行われた政策でした。ただ、米国と今回のスペインでは、冷静に考えてやはり違いは大きいでしょう。財政破たん懸念を抱えたスペイン国債の「無制限購入」は、ECB の信用を著しく悪化させかねない不安のあるものです。

以上からすると、ECB によるスペイン国債の「無制限介入」は功罪があり、行われないのでしょう。ただ、実質的には「無制限」ともいえるほど、ECB はスペイン、イタリア国債購入の準備を進めているのではないでしょうか。

ECB は SMP という政策で、すでにスペイン、イタリア国債を 1400 億ユーロ購入しており、それを含めてユーロ圏の国債購入残高は 2100 億ユーロ程度に上っています。ただ専門家の見方では、今回のスペイン、イタリア国債購入は、5000 億ユーロ前後、つまり現在の残高の 2-3 倍を想定しているようです。

以上のような政策が実施されると、スペイン、イタリア国債急落への歯止め、是正としてはかなりインパクトがあり、実効的なものになるのではないのでしょうか。ただ、その根底にあるのは、昨年末、今年初めのイタリア危機と同じように、ユーロ圏第 4 位の大国の本格支援は回避するということでしょう。

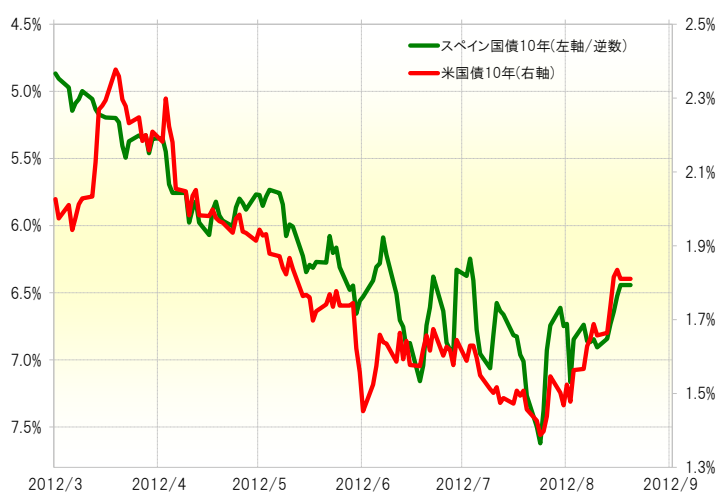
昨年末はそのために ECB 版 QE を行うと、イタリア金利は急低下に向かいました。そして今回は ECB 版「無制限介入」をやるのかもしれませんが。それなら、今回のスペイン危機も一服になる可能性はあると私は期待しています。

2.欧州危機一服ならドル円、ユーロはどうなる？

では、そんなふうに欧州債務危機が一服に向かえば、それは為替にどう影響するでしょうか。結論的にいうと、欧州発リスクオフの一服で、先進国中心に金利大幅上昇が起こる結果、ドル高・円安が広がりやすいのではないのでしょうか。

《資料2》のように、ドル円と相関性の高い米金利は、この数か月スペイン金利と逆相関関係となってきました。これまで見てきたようにスペイン金利が一段の低下に向かうなら、それは米金利の一段の上昇をもたらす可能性があるわけです。

《資料2》



実際、今年1月にかけて、イタリアを主役とした欧州債務危機が一服すると、2月以降米金利は大幅上昇となり、その中でドル高・円安が大きく進んだわけですが、それに近い構図となる可能性があるかもしれません。

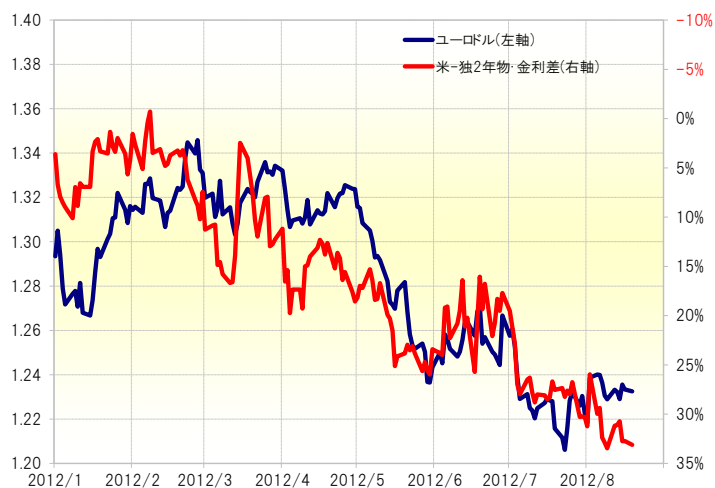
では、肝心のユーロはどうでしょうか。《資料3》のように、ユーロドルは米独2年金利差と一定の相関関係にあります。この金利差は、独金利が上昇する一方で米金利も上昇するため大きく、現在のユーロ劣位、ドル優位が変わることは見込まれません。

実際に、1月にイタリア危機が一段落した後も、金利差は大きな変化はありませんでした。ただ、金利差が大きく変わらない中で、1月から2月にかけてユーロは1.26ドルから1.35ドル近くまでユーロ高・ドル安となりました。

これは、ユーロキャリーと呼ばれる取引の修正が入ったことが一因だったのかもしれませんが。低金利とユーロ安を前提に、安く調達したユーロを売って、高い利回りの先に投資する取引をユーロキャリーと呼びますが、それが急拡大し、ユーロは空前の売り越しになっていました。

このユーロ売り運用からすると、独金利の上昇は、調達コストの悪化となるため、調達資金を返済するためのユーロ買い戻しが必要になったと考えられます。《資料4》のように、最近もユーロは大幅な売り越しが続いているようです。金利差が大きな変化のない中でも、ユーロ売られ過ぎの修正でユーロが買われる可能性はあるのでしょうか。(了)

《資料3》



《資料4》

