

ユーロ反発局面は終わったのか？

マーケット エディターズ・吉田 恒

◆過去2か月のユーロ高をもたらした主因は何か？

ユーロは、1.20ドル台、94円台から、一時は1.31ドル、103円を大きく超えるまで反発しましたが、ここに来て反落気味になっています。では、ECBなどによる欧州債務危機対策の動きなどを受けたユーロ高は終わったのでしょうか。

私は、ユーロは短期的には独金利次第の面が最も大きいと思っています。このため、欧州債務危機後退によるスペイン金利の低下などが10月以降、もう一度大きなヤマを迎える可能性があると思っていますのですが、そこで独金利のさらなる上昇があるかが、ユーロ高の終了を見極める鍵になるのではないかと考えています。

この間ユーロ高が続いてきた一因は、ユーロ「売られ過ぎ」の修正でしょう。《資料1》のように、CFTC統計で一時20万枚を超えるなど空前規模に拡大したユーロ売り越しは、最近では7万枚程度まで縮小してきました。

《資料1》



このように、ユーロ売り越しは、ピークから3分の1程度に縮小しましたが、それでも7万枚の売り越しは、経験的には依然としてユーロ売られ過ぎ気味といえるものでしょう。それではユーロ買い戻しによるユーロ反発はまだ続くのでしょうか。

ところで、今回のユーロ高は、「ユーロ高」ではなく、FRB追加緩和を受けた「ドル安」の結果に過ぎないとの考え方もあります。確かに、《資料2》を見ると、最近にかけてのユ

一口高・ドル安は、米独金利差と一定の相関関係になっていたことがわかります。

### 《資料 2》



### 《資料 3》



ただ、《資料 3》は、同じくユーロドルに独 2 年金利のみを重ねたグラフですが、このように見ても両者の相関性は高くなっていました。その意味では、最近にかけてのユーロ高・ドル安は、簡単にいうと、一時マイナス金利となっていた独 2 年金利がプラスを回復する中での動きだったということになるでしょう。

ところで、そんな独 2 年金利は、このところ上昇一服、低下気味になっています。このため、独 2 年金利との関係で見ると、一時 1.3 ドルを大きく超えたユーロ高は、ユーロ上がり過ぎの可能性があり、その修正が入ってもおかしくない感じとなっています。独金利上昇に伴うユーロ高は、すでに終わってしまったのでしょうか。

それにしても、なぜ独 2 年金利は一時のマイナス金利からプラスを回復するところまで上昇したのでしょうか。それはやはり、ECB などによる欧州債務危機対策などの影響が大きかったでしょう。独 2 年金利がこの間のボトムを記録したのは 7 月末でした。ちょうど、

ECB ドラギ総裁が「ユーロを守るために何でもやる」と宣言した後のことだったわけです。

このように見ると、ユーロ高をもたらした独 2 年金利の上昇は、ECB などによる債務危機対策の影響が大きかったようですが、そんな債務危機対策を好感した金融市場の動きはまだ続くのでしょうか。すでにそれが終わったということなら、独金利上昇に伴うユーロ高も終わった可能性が出てくるわけです。

ECB などの対策を好感した金融市場の代表的な動きは、もちろん現在の欧州債務危機の主演であるスペイン危機の動きを反映したスペイン 10 年金利でしょう。そのスペイン金利は、《資料 4》のように、欧州危機の「先輩格」であるイタリア危機におけるイタリア金利と似た動きがこれまで続いてきました。

#### 《資料 4》



ところで、この類似した動きがこの先も続くなら、10 月にかけて、スペイン金利は新たな低下局面を迎える可能性が高そうです。それはすなわち、欧州債務危機後退の次の局面ということになります。

欧州債務危機の後退で、欧州一の安全資産とされた独国債が売られ、ECB が金融緩和方針を続ける中でも独金利上昇となったわけですが、次の危機後退局面で改めて独金利が上昇する可能性はあるでしょうか。

それとも、ECB の金融政策を反映する独短中期金利の上昇は、次の債務危機後退局面では限られることになるのか。ユーロ高が終わったか、「最後の一幕」ともいえそうな動きが残っているかは、10 月にかけて試されることになるのではないのでしょうか。(了)