

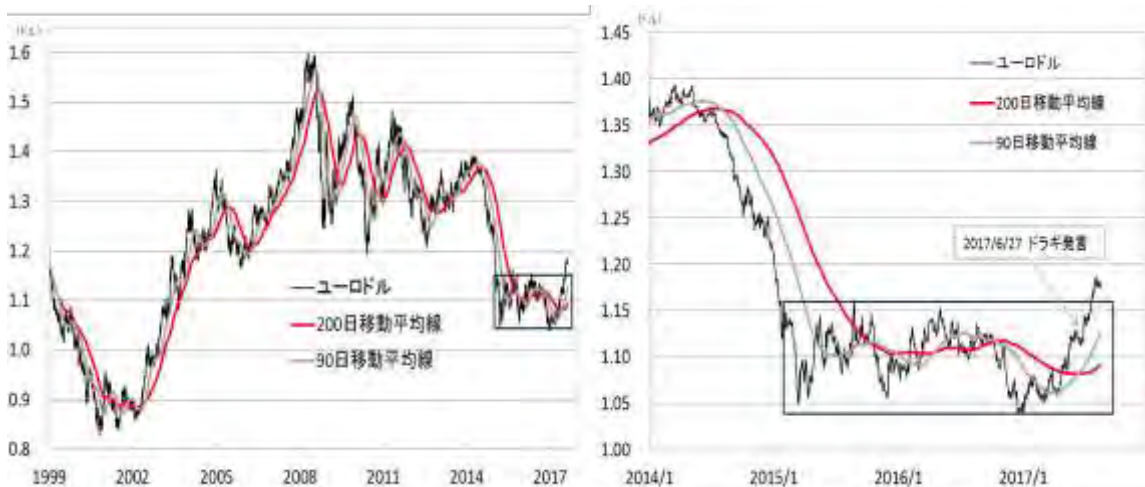
ユーロ高と2つの構造要因

経済調査部 主任研究員 武田 紀久子
kikuko_takeda@iima.or.jp

1. はじめに

ユーロの対ドル相場（以下、ユーロドル相場）に大きな動きが出ている。図表1の通り、ユーロドル相場は2015年1月以降の約2年半、ほぼ1.05-1.15ドルのボックス圏で異例の長期膠着（こうちゃく）状態が続いていた（左図）。しかし、今春以降上昇基調を鮮明にし、8月初旬には一時1.19ドル台半ばと2015年1月以来のユーロ高ドル安水準で取引され、ボックス圏の上限を明確に上抜けてきている（右図）。

<図表1> ユーロドル相場の推移（1999年以降<左図>、2014年以降<右図>）



（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

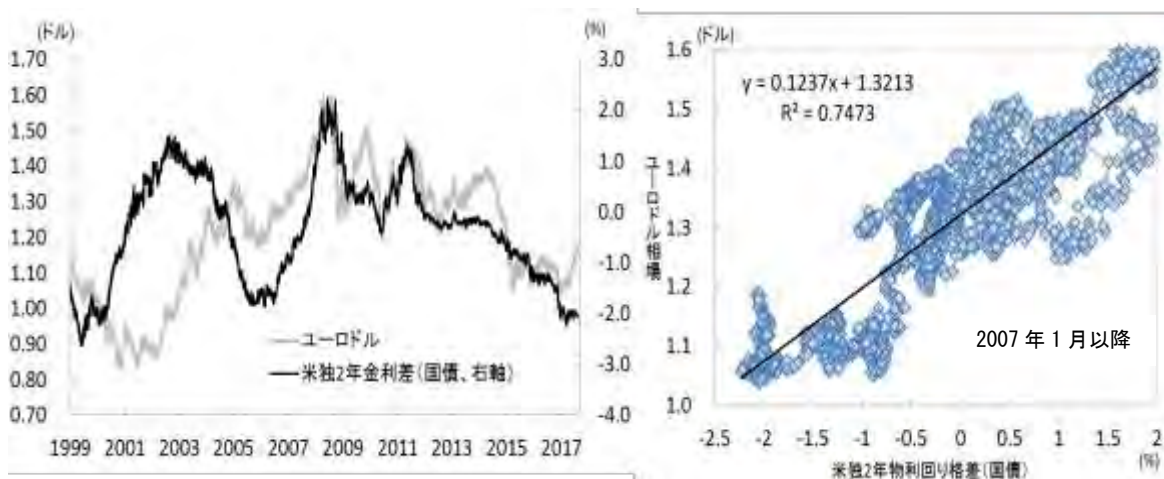
約2年半に及ぶ長い膠着相場から抜け出し、ユーロ高ドル安方向へ大きく動意付いたきっかけには、後述する通り、ユーロ圏の景気・政策・政治の3つの好材料がきれいに出そろったことがある。しかし、今回の基調変化のより重要な背景としては、欧米それぞれで明らかになりつつある構造要因もあるのではないかと。それらは「ユーロ圏・経常収支の劇的変化（大幅な黒字化＝通貨に対する増価圧力）」と「米国の低成長長期化（上がらない自然利子率＝利上げの着地水準が低いこと）」という2つの重要な構造変化であり、その他の要因とあいまって2年半ぶりの大きなトレンド転換が促された可能性がある。本稿では、急ピッチで進んだユーロ高ドル安の背景にあるこれら要因について、概観してみたい。

2. 景気・政策・政治の3つのユーロ好感材料

目下のユーロ高の背景にあるユーロ側の要因は、景気・政策・政治の3つの好材料がきれいにそろったことにある。具体的には、①景気：ユーロ圏の景気回復の底堅さが増し裾野も広がっていること、②政策：欧州中央銀行（ECB）のコミュニケーションが金融政策の正常化を意識したものへ変わりつつあること、③政治：域内の反欧州連合（EU）ポピュリスト勢力の台頭等が一旦抑制されていること、の3点である。特に、今春以降②の「金融政策の正常化シフト」観測が浮上したことのインパクトは大きく、さらにドラギ総裁が6月27日の講演¹で「ユーロ圏ではデフレの力は、リフレの力に置き換わった」等と発言したことを契機に、ユーロ圏域内の金利上昇、そして、ユーロ高進行（図表1右図）に拍車がかかることとなった。

図表2で示す通り、ユーロドル相場と米独金利差には、一定の相関性がある。ここで用いた2年物金利は、国債利回り各年限の中でも、比較的良好に金融政策を反映するとされるもの。両者の関係をユーロが発足した1999年以降で振り返ってみると、左図の通り、必ずしも常時連動しているわけではないが、特に2007年以降は、右図に示す通り、相応に強い相関関係が確認できる。米国では、今次の金融政策の正常化局面で既に4度の利上げが実施され、後述する通り、この先の米ドル金利の先高見通しが徐々に頭打ちとなっている。その一方で、これから正常化サイクルに入るECB＝ユーロ圏では、多分に金利の上昇余地を残しているとの見方から、市場では、ユーロ買いドル売りが一気に広まることとなった。

<図表2> ユーロドル相場と米独国債利回り格差（2年物）



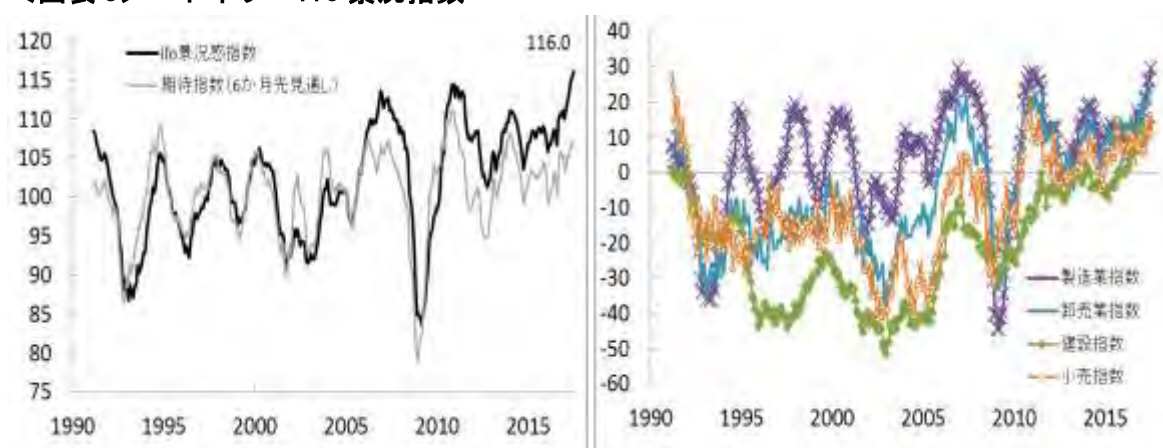
（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

ユーロ圏の政治・経済情勢は確かに“一息付いた”状況にあると言えるだろう。景気については、絶好調のドイツが牽引役である状況に大きな変化はないものの、その堅調ぶりは一段と強まっており（図表3左図）、また、過去20年以上例のないことに、主要全セクターが同期して鮮明に回復している（同右図）。さらにドイツ以外でも、スペインやフランスで回復の加速や持続が確認されるなど、景気持ち直しのすそ野は域内で

¹ 2017年6月27,28日にECBがポルトガル・シントラで開催した中央銀行フォーラム（ECB Forum on Central Banking）での基調講演。 <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170627.en.html>

着実に広がりつつあり、ひと頃に比べ格段に安定感が出てきている。ユーロ圏 GDP 成長率（年率）は第 1 四半期 2.0%、第 2 四半期 2.3%を記録。上述のドラギ総裁発言も、域内の景気回復に素直に自信を深めた結果のものだろう。また、ユーロ圏最大の経済規模のドイツ（域内 GDP の約 3 割）に次いで第 2 位の経済規模にあるフランス（同約 2 割）で、反 EU 勢力台頭の政治リスクが大きく後退し、親 EU・改革推進を志向するマクロン政権が誕生した安堵感も大きい。こうして、一部には“欧州の復権”などとする楽観ムードも浮上し、ユーロの買い戻しが促されたことは心理的な背景として首肯できる。

＜図表 3＞ ドイツ・ifo 景況指数



（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

ただ、少し視点を変えてみれば、現在のユーロ圏は、政治的には反 EU 勢力が政治の主流になる最悪の事態をどうにか回避し、また、経済的には世界のその他国・地域に遅れる形でようやく回復軌道にしっかりと乗ってきたという段階でしかない。また、既述の 6 月のドラギ総裁発言がやや過剰な市場反応を招いたことで、7 月入り以降の ECB のコミュニケーションは、僅かながら慎重になったように見受けられる。つまりところ、ECB のメッセージは「景気回復の広がり鑑みて、これまでと同程度の緩和スタンスを維持するためには、政策の微修正もあり得る」といった程度のことには過ぎないのだろう。7 月 20 日の定例理事会では、物価目標への回帰を目指す基本姿勢と、環境悪化に柔軟に対応する構えを示す「緩和バイアス」のフォワード・ガイダンスが予想通り維持された。実際に ECB がテーパリング（量的緩和の縮小）に動くのは早くても 2018 年になってからであり、更にマイナス金利が是正されるのは 2019 年以降と見るのが目下の市場コンセンサスである。景気・政策・政治のポジティブ（強気化）サプライズのみを根拠にユーロを買い進めることには限界があると思われる。

3. 大幅な黒字化が進んだユーロ圏の経常収支

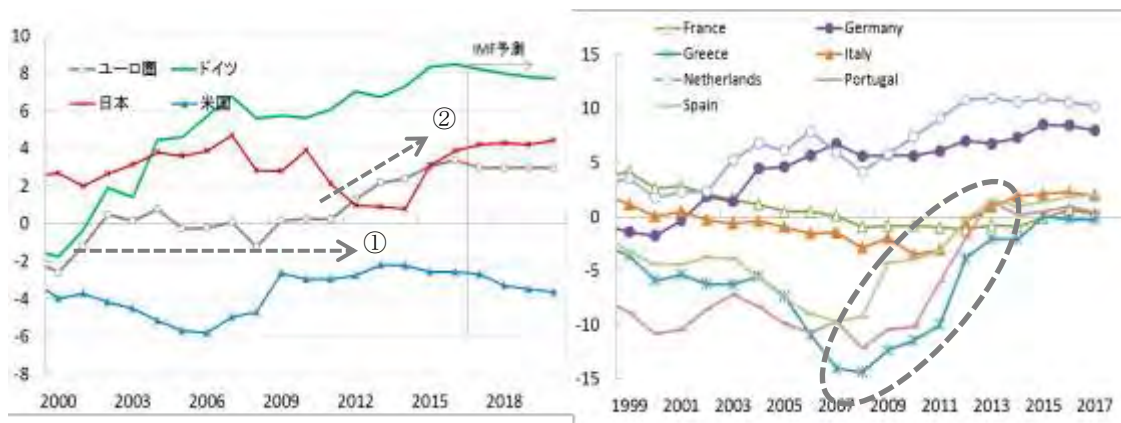
さて、ではユーロドル相場が趨勢（すうせい）的な上昇局面入りした可能性はないのだろうか？ 上記のように景気循環的なユーロの支援材料があるだけではなく、ユーロに増価圧力をもたらす構造要因もあり、その 1 つがユーロ圏経常収支の大幅な黒字化とその定着である、と当方では考えている（図表 4 左図）。欧州債務危機の状況下、著しい不均衡の是正に迫られたイタリア・スペイン・ポルトガルなどの南欧諸国では、経常収

支が大きく改善した（図表 4 右図）。さらに、より重要な点として、貿易黒字を主体とするドイツの巨額の経常収支黒字が指摘できる。これについては、米国からの批判にとどまらず、既に一部では国際問題化している。国際通貨基金（IMF）は 2017 年の対独審査報告書（いわゆる 4 条報告）で同国の大規模な経常黒字について「不均衡是正の課題に対処するため、一連の協調的な財政・構造政策を採用すべき」と指摘している。

大規模な経常黒字を抱える国の通貨価値に対する理論的な示唆は、いずれは対外収支の不均衡是正圧力が高まる中で「通貨高が進む」ということである。これに対しては、これまで、通貨ユーロの減価・増加のトレンド形成に経常収支の動きは整合的に作用してこなかった、という反論があるかもしれない。ユーロ圏全体で見た経常収支は長らく対 GDP 比±1%に収まる「均衡状態」にあった（左図①）ため、確かにこれが通貨価値に与える影響は極めて限定的であった。しかし欧州債務危機を経て、2013 年以降、目に見えて黒字拡大傾向が強まり（左図②）、現在はユーロ圏全体で対 GDP 比 4%弱、ドイツ 1 国では同 8%強と、いずれもユーロ発足以降で最大の水準へ黒字が拡大している。こうした経常収支動向の累積効果として、少なくともユーロが「下がりにくい通貨になっていく」可能性を念頭に置く必要があるだろう。経験則的にも、経常収支が為替相場に大きく影響を及ぼすのは、安定的に推移していたトレンドに、赤字転落・黒字転換などの大きな変化が出てきた時であることが多い。

なお、ドイツの巨額の経常黒字に対して、米国ではオバマ政権時代から批判や懸念が声高に叫ばれている。そうした批判へのガス抜きとして、長らく続いたユーロ安が是正されることは、ユーロ圏当局にとって政治的にある程度妙味がある、と言えるかもしれない。

＜図表 4＞ 主要国およびユーロ圏の経常収支（対 GDP 比、%）



（出所 IMF WEO Database より IIMA 作成）

4. ピークアウトする長期ドル高トレンド

以上論じてきた点は全てユーロ側から見た要因だが、一方で、今回のユーロドル相場の上昇にはドル側の要因、すなわち「ドル安」要因も大いに影響している。ドル相場の総合的な価値を DXY^2 で参照すると、図表 5 の通り、ドルは今年初以降 10%近くも大幅

² ニューヨーク商品取引所（NYBOT）がリアルタイムで算出する代表的なドル実効レート。ユーロ、円、ポンド、加ドル、スウェーデンクローネ、スイスフランで構成される。

に下落しており、特に7月の1ヵ月間では2.9%も減価している。左図の通り、ドル相場の上昇サイクルには6~7年の周期が観察でき、長期的なドル高トレンドがいよいよ頭打ちとなりつつある可能性が考えられる。さらに、右図の通り、2015年以降の下値抵抗線にも抵触してきており、これもテクニカル（チャート分析的）にドル相場が下方へ動意付いたシグナルと言えよう。

<図表5> ドルの実効レート（DXY、左図<1972年以降>、右図<2013年以降>）



（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

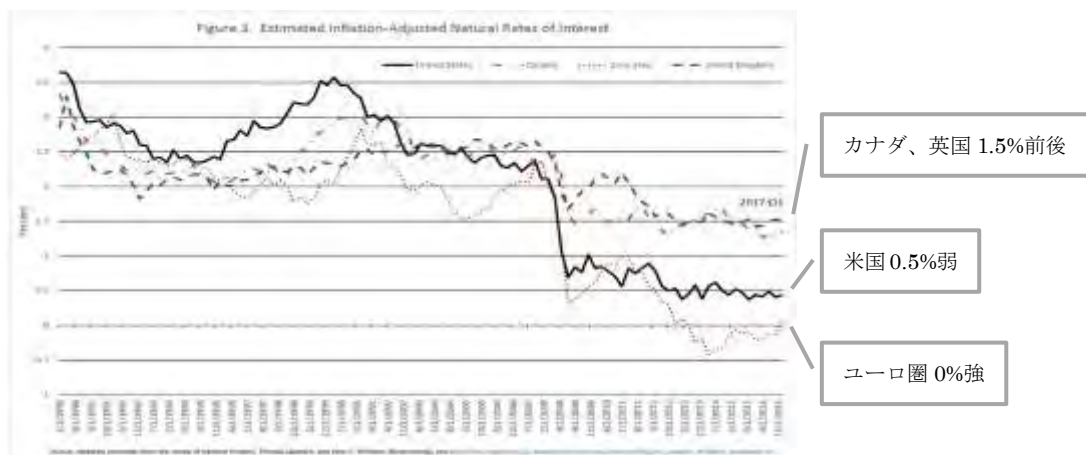
ドル安については、いまだに政治任命ポストの多くが決まらないトランプ大統領の政権運営を巡る混乱のみならず、米財務省の債務上限問題、さらには、トランプ大統領自身がドル安を志向している可能性など、ドルの弱気材料は相応にある。そして、先にも触れた通り、そもそも、ユーロドル相場は米独金利差との相関が高い。まだ先とはいえ、ユーロのマイナス金利がいよいよ底打ちへ向かうとの期待が浮上する一方で、既に4度の利上げを実施した米国では、金利上昇の織り込みが一巡しており、ここから先は、金融政策における欧米の出口戦略推進の時差が相場に反映されやすい局面になる可能性もある。

もっとも、より本質的には、この先の米連邦準備理事会（FRB）による利上げペースや引上げ幅に確信が持てないことが「金利の上げ渋り＝ドル相場の天井感」醸成の背景にあると考えられる。フィッシャーFRB副議長は7月31日の講演で「米国の自然利子率は0.50%」とする試算結果を披露していた³。FRBは現在「利上げペースは自然利子率の上昇とタンデム（並列的）になる」としている。となれば、自然利子率が上がらないということは、FFレートの長期見通しが上昇しないことと同義であり、フィッシャー副議長が示した試算結果を前提にする限り、FRBが目下示す「FFレートの長期見通し3.0%」は高過ぎる、という帰結になる。これは米国に限ったことではないものの、上がらない自然利子率の背景には低調な投資に象徴される低成長がある。ユーロ高ドル

³ 2017年7月31日にブラジル・リオデジャネイロで行った講演“The Low Level of Global Real Interest Rates” (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20170731a.htm>) より。自然利子率の推計モデルはサンフランシスコ連銀のワーキングペーパー (<http://www.frbf.org/economic-research/files/wp2015-16.pdf>) 等からの引用。

安進行の背景には、本来なら一番底力があるはずの米国において「長期停滞」の様相が否めず、米国の景気見通しがここからさらに上方改定される期待＝金利が上がるとの期待が持ちにくくなっている点があるのではないか。こうした見方の浸透につれ、出口戦略を先陣切って進めてきたドルに関して、為替相場の天井感が強まっている可能性は多分にあるように思われる。

＜図表 6＞ 主要国の推計自然利子率（サンフランシスコ連銀のモデルによる）



（出所 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20170731a.htm> より転写）

5. おわりに

ユーロ圏では、欧州債務危機以降で初めて、一定の水準と広がりを持って景気回復が実感されている。これを映して、市場の思惑よりも前倒しに、ECB が超緩和策の正常化へ着手せんとする最初のアドバルーンを上げ、それにつれて、長らく膠着気味に推移していたユーロドル相場が上昇基調に鮮明にし始めたことは、極めて自然な流れであったと言えるだろう。さらに、2年半継続したレンジ相場をユーロ高ドル安方向へ抜け切るに至った構造的な要因として、ドイツを中心にユーロ圏で経常黒字が蓄積されつつあること、および、米国の上がらない自然利子率＝利上げの着地水準が低いこと、の2点があるように思われる。

もっとも、今年1月以降で約15%の上昇率と、極めてハイペースで大幅なユーロ高ドル安が進行した後だけに、これがユーロ圏の輸出を抑制すると同時に、景気回復・物価上昇ペースを遅らせ、それによって、ECB の出口戦略開始が先送りになるとの見方も新たに一部で浮上している。もとより ECB の物価判断は依然として慎重であり、6月に発表された最新のスタッフ見通し⁴では、原油価格の軟化を映してインフレ見通しが2017年1.7%→1.5%、2018年1.6%→1.3%へ下方修正されていた。係る物価の動きに鑑みれば、ユーロ高ドル安の進行速度にこの先一旦調整が入り、現行水準でもみ合いとなる可能性があるかもしれない。それでも、上記の2つの重要な構造的要因を背景に、緩やかながらもユーロドル相場の上昇軌道は維持される蓋然性が高い、と考えられる。

以上

⁴ ECB が3、6、9、12月の四半期毎に公表する見通し。最新見通しの作成時期に重なる今年5月1ヵ月間のユーロドル相場は平均約1.10ドル。上昇基調を兆しながらも、年初からの上昇率はまだ5%程度にとどまっていた。

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、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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜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、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。また、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ください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>