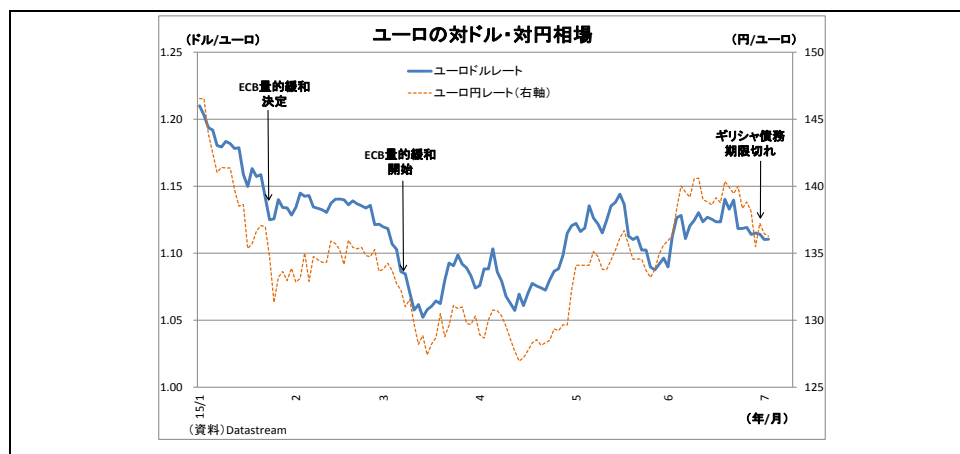


Weekly エコノミスト・ レター

意外に下げ渋るユーロ相場の行方 ～金融市場の動き(7月号)～

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(為替)** 混迷を極めるギリシャ情勢を受けてユーロは弱含んでいるが、下落は限定的に留まっている。投機筋のリスク回避的なポジション圧縮と独金利の高止まりが要因と考えられる。今後のユーロドルについては、当面はギリシャ情勢次第であり、5日の国民投票で財政緊縮策への賛成が多数となれば一旦上昇、反対が多数となれば下落するだろう。どちらかと言えば前者がメインシナリオだが、その場合には政局が混乱するリスクが高まるため、波乱含みの状況がしばらく続く。一方、今後数ヵ月を見据えると、ギリシャ情勢が山場を越えるにつれて、ユーロドルは下落する可能性が高い。市場のテーマが金融政策へと回帰するためだ。投機筋がユーロ売りポジションを再構築することで、ユーロは下落する可能性が高い。次に、ユーロドルの下落がドル円に与える影響について考えると、過去のデータからはユーロドルの下落が、ギリシャ問題のようにリスク回避的な場合は円高ドル安になりやすく、それ以外の場合は円安ドル高になりやすい傾向が確認できる。従って、ギリシャの緊張緩和後に想定されるユーロドル下落は、本来はドル円上昇をサポートするはずだが、ユーロ安ドル高と円安ドル高の同時進行はドル独歩高の色彩を強めてしまう。最近では米国がドル高への警戒を強めているため、ドル独歩高地合いではドル高けん制への警戒が高まり、円安ドル高が抑制されるリスクがある。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は6月の決定会合で金融政策を維持、景気判断も据え置いた。今回はその他に決定会合の運営見直し(16年1月～)が発表された。
3. **(市場の動きと予想)** 6月は円高ドル安となり、ユーロドルも上昇、長期金利はやや上昇した。当面のドル円はやや上振れ、ユーロは不安定で波乱含みの展開を予想。長期金利は横ばい圏内での一進一退になると見ている。



1. 為替：意外に下げ渋るユーロ相場の行方

混迷を極めるギリシャ情勢を受けて、ユーロは弱含んでいる。ユーロドルレートは、5月半ばに1.14ドル台半ばの高値水準にあったが、デフォルトがほぼ確実視された6月29日には一時1.10ドルを割り込み、足元も1.11ドル付近で推移している。

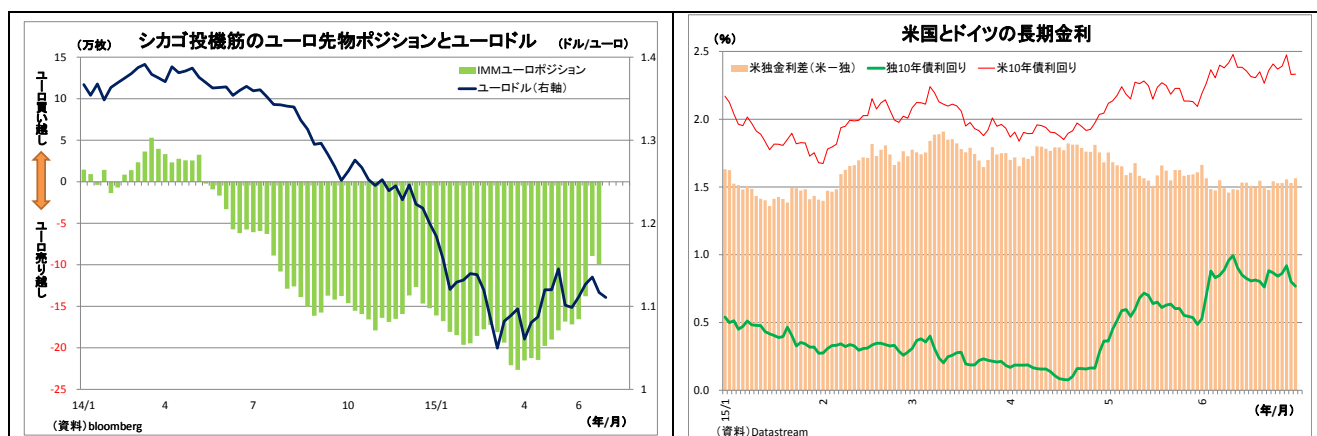
(ユーロは下落したが、下げ渋る)

ギリシャ情勢はユーロ圏にとってマイナス要因であるため、緊迫化を受けてユーロが下落するのは自然な流れと言える。ただし、ECB 量的緩和開始を受けて一時1.05ドルの節目を下回った3月上旬から半ばの状況に比べると、現在の下落の勢いは限定的であり、水準自体もかなり高いと言える。

このように、状況の緊迫化にもかかわらずユーロが下げ渋った要因は2つ挙げられる。一つは投機筋のポジション圧縮だ。シカゴ投機筋の通貨先物ポジションを見ると、4月半ばにかえて22万枚強まで積みあがったユーロ売りポジションは以降減少に転じ、とりわけ6月以降は減少ペースが急激に加速した。直近6月23日時点のユーロ売りポジションは10万枚を割り込み、1ヵ月で4割強、ピークからは6割弱も減少している。この背景には、ギリシャ情勢が流動的で、ユーロの先行き不透明感が極めて強かったことがある。もし、協議が合意に至ればユーロが一時的に跳ねる可能性もあったため、リスク回避目的で一旦ポジションの解消（＝ユーロの買い戻し）が起きたと考えられる。

そして、下げ渋りのもう一つの要因はドイツ金利の高止まりだ。ECB 量的緩和開始を受けて4月に0.1%割れまで低下していたドイツの長期金利は、物価指標の改善を受けて4月下旬以降に急上昇し6月上旬には一時1%を突破。以降もなかなか下がってこない。4月下旬以降の金利上昇で痛手を被った投資家も多かったとみられ、再び買い進むことへの警戒感が残っているようだ。この間、米国の長期金利以上にドイツの長期金利が上昇しているため、米独金利差（米－独）が縮小し、ユーロからドルへの資金の流れを阻害する要因になっているとみられる。

これらの要因によって、ギリシャ情勢緊迫化にもかかわらず、これまでのところユーロ相場は意外に持ちこたえた形になっている。



(今後の展開とポイント)

それでは、今後のユーロドルの行方はどうなるだろうか。当面の動きはやはりギリシャ情勢にかかっている。山場となる5日の国民投票において、EUなどが要請する財政緊縮策への賛成が多数となれば、

今後の協議前進期待から素直にユーロは一旦上昇するだろう。逆に反対が多数となれば、協議の難航や最悪の事態としてのユーロ離脱観測が強まることで、ユーロは下落するはずだ。

足元では緊縮策に賛成する勢力が広がりつつある模様であり、どちらかと言えば前者がメインシナリオとなる。ただし、たとえ賛成多数となったとしても、その結果として、ギリシャの政局が混乱するリスクが高まるため、波乱含みの状況がしばらく続くことは避けられない。

一方、今後数ヵ月を見据えると、ギリシャ情勢が山場を越えて不透明感が薄れるにつれて、ユーロドルは下落基調になる可能性が高いと見ている。市場のテーマがギリシャ情勢から再び金融政策へ回帰すると予想されるためだ。欧米の金融政策については、利上げに向かう米国と量的緩和を継続するユーロ圏の方向性の違いは明確だ。現在ポジションを落としている投機筋がユーロ売りポジションを再構築することで、ユーロは下落する可能性が高い（具体的な水準は最終ページの予測表に記載）。

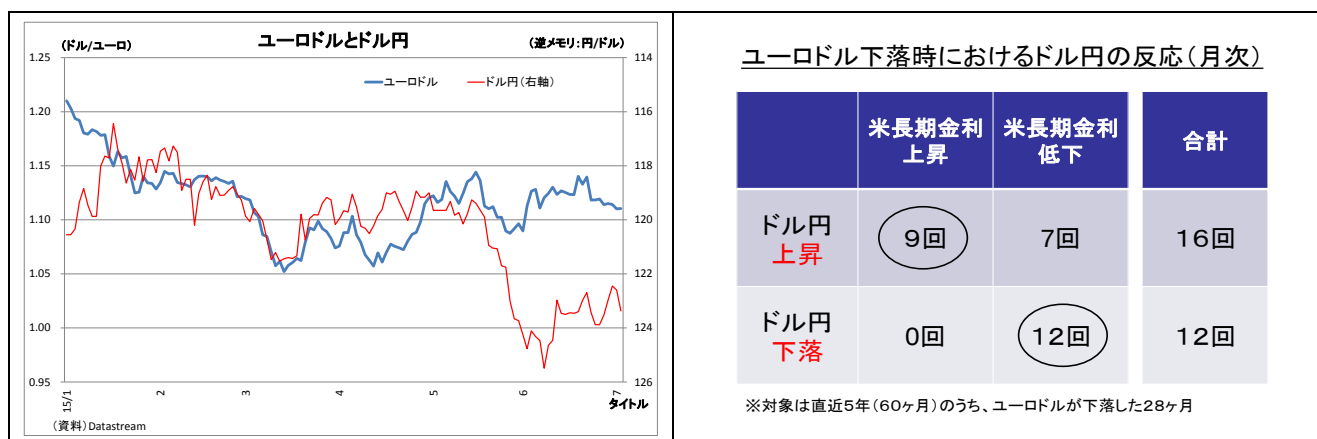
（ドル円への影響）

このように、ユーロドルは時間軸を伸ばすと下落する可能性が高いが、次に、ユーロドルの下落がドル円レートに与える影響について考えてみる。まず、ユーロドルとドル円の関係性は時々で変わってきた点に注目したい。今年に入ってから両者の動きを見ても、ユーロ安（ドル高）と円安（ドル高）が連動している時期もあれば、逆の動きを示している時期も存在する。そして、その関係性を左右するポイントは米金利にあると考えられる。

過去5年間の月次データ（60ヶ月）について調べてみると、ユーロドルが下落した月は28回あるが、うちドル円が上昇した月が16回、下落した月が12回ある。そして、ドル円が上昇した16回のうち過半の9回は米長期金利が上昇していた。逆にドル円が下落した12回全てで米長期金利は低下していた。

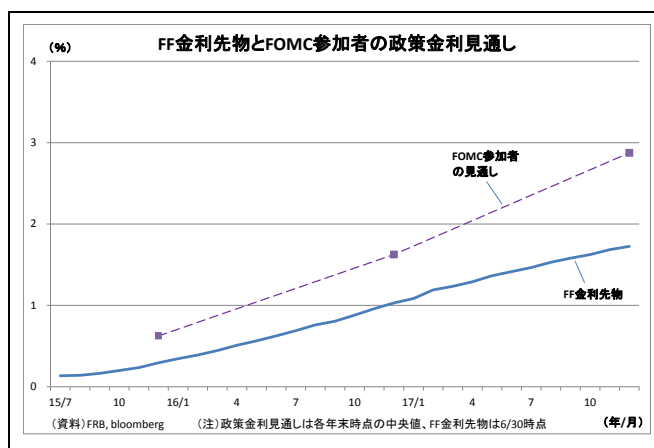
つまり、ユーロドルの下落が、ギリシャ問題のようにリスク回避的な色彩を帯びている場合は、米金利が押し下げられることで円高ドル安になりやすく、金融政策などに起因する場合はどちらかと言えば円安ドル高になりやすい傾向が確認できる。

従って、ギリシャ情勢が緊張を緩和した後想定される金融政策に起因するユーロドルの下落は、本来であればドル円の上昇をサポートするはずだ。しかし、ユーロ安ドル高と円安ドル高の同時進行はドル独歩高の色彩を強めてしまう。最近では米国がドル高への警戒を強めているため、ドル独歩高地合いでは市場でドル高けん制への警戒が高まり、円安ドル高が抑制されるリスクがある。



なお、ここまでは、あくまでギリシャ情勢が緊張緩和に向かうケースの話だ。今後、ギリシャ情勢が一層緊迫化したり、再び繰り返したりした場合のドル円レートへの影響を考える上では、米利上げに影響を与えるかどうかのポイントになる。

ギリシャ問題の一層の緊迫化や再発で世界の金融市場が大混乱に陥るような事態になれば、可能性はそれほど高くはないものの、米国の利上げ開始が遅れたり、ペースが鈍化したりするリスクがある。市場がそのリスクを織り込めば、一旦かなりの円高ドル安が起きる事態になるだろう。



2. 日銀金融政策(6月)： 会合の運営見直しを発表

(日銀) 現状維持

日銀は6月18～19日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。なお、議案に反対した木内委員はこれまで同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復を続けている」と、前回の表現を据え置いた。個別の需要項目についてもほぼ前回同様であったが、住宅投資については「持ち直しつつある」と、前回の「下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている」から上方修正している。

また、景気と物価の先行きについても、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面0%程度で推移する」とし、前回からの変更は無かった。

なお、今回は同時に金融政策決定会合の運営見直し(関連政令の改正を条件に16年1月から実施)についての発表があった。具体的な変更内容は、①開催頻度の削減(現在の年14回を8回に)、②“展望レポート”発表の年4回化(現在は年2回+中間評価2回)、③展望レポートにおける政策委員全員の見直し・リスク評価の公表(新設)、④会合後1週間を目処とする「主な意見」の公表(新設)の4点となる。「金融政策に関する審議と情報発信を一層充実する」ことが変更の目的とのこと。

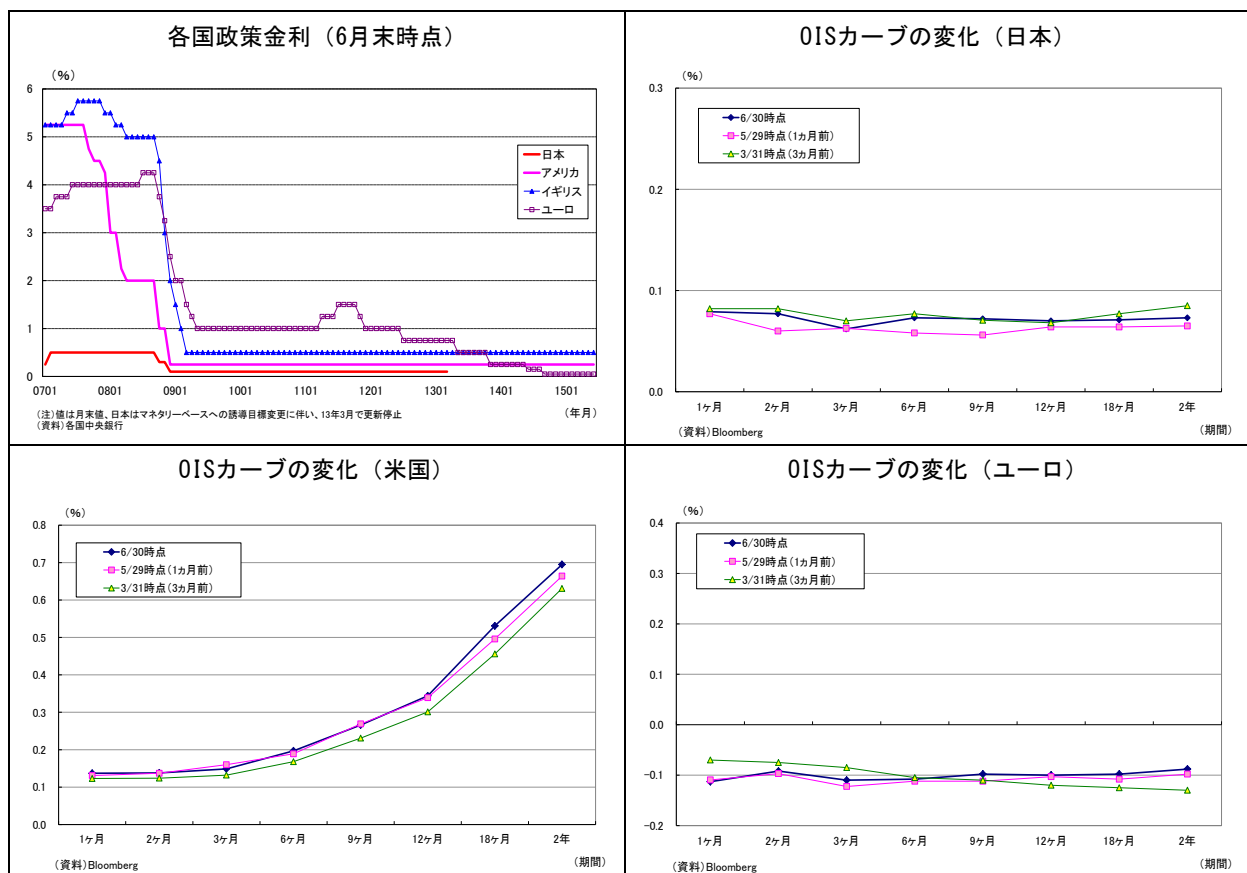
会合後の黒田総裁会見では、会合の運営見直しと、6月10日の黒田総裁による国会での実質実効レートに関する発言(「(実質実効レートについて)さらに円安になることはありそうにない」)に対して質問が集中した。運営見直しの理由については、総裁から、「(年8回が)一種のグローバル・スタンダード」であり、「回数が多ければ多いほどいいというわけでもない」、「これまで何か重大な問題があったというわけではない」ものの「(変更で)より情報発信が積極化し、金融政策に関する審議も一層深まったものになる」、「説明責任という意味では、一層高度なものになる」との説明があった。なお、ECBが会合の回数を減らした際に、「回数が多いことでマーケットの期待というような余計な影響を与える恐れがある」ことを一つの理由に挙げたことについて、黒田総裁は「そ

ういう感じはあまり持っていない」とし、今回の変更理由には当てはまらないとの認識を示した。

また、市場で円安けん制と受け止められた実質実効レートに関する発言に関して真意を問われた場面では、「名目為替レートの水準や先行きについて何か申し上げたものではない」、「これによって名目為替レートの今後の動きを占うことはできない」との説明があった。さらに円安の影響に関しては、「為替レートが、経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましいということであり、そうであれば、経済に全体として悪い影響を及ぼすことはない」と従来同様の見解を示している。

その他、消費、輸出、設備投資の動向等に関する質問に対しては、従来同様、楽観的な見方が示されている。

今回は、景気や物価、今後の金融政策（追加緩和等）に関する新たな手掛かりは特段見当たらなかった。会合の運営変更に関しては、会合とそれを受けた総裁会見の回数が現行の14回から8回へと4割以上削減されることについての説明は今ひとつ説得力に欠ける印象だ。グローバル・スタンダードに合わせる必然性も特に無い。日銀の（民間からの）資産買入れ規模は世界でも突出しているだけに、海外よりも市場との対話機会が必要との整理も出来る。従って、今回変更の目的である「審議と情報発信を一層充実する」ことで、機会の減少というデメリットを埋め合わせることが出来るかどうか、今後問われることになる。



政策金利¹の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の6月末時点における利回り曲線は、日米欧ともに前月末から大きな変化

¹ 日銀は2013年4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

は見られなかった。日本とユーロ圏は、利回り曲線がほぼフラットの形状を維持しており、少なくとも2年以内の利上げは織り込まれていない。一方、米国については、緩やかな右肩上がりの形状となっており、段階的な利上げが織り込まれている。ただし、米国の利回り曲線は6月中旬にかけてやや上振れしていたが、FOMCを境に元に戻った形になっている。ハト派的な内容が目立った6月FOMCによって、市場の利上げ観測が抑制されたとみられる。

3. 金融市場(6月)の動きと当面の予想

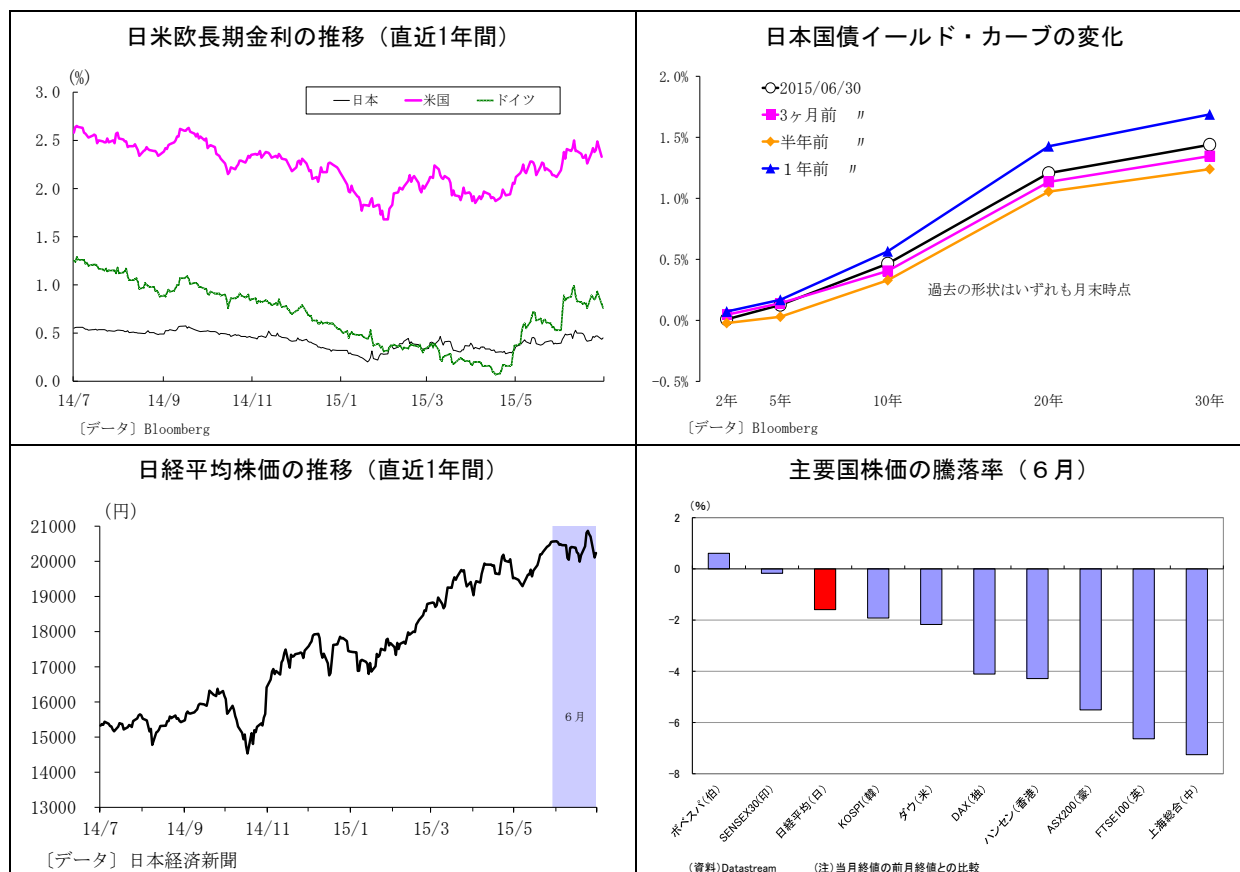
(10年国債利回り)

6月の動き 月初0.4%からスタートし、月末は0.4%台半ばに。

月初から、欧州金利の急上昇とそれに伴う米金利の上昇を受けて上昇基調となり、4日に0.4%台後半まで上昇。一進一退の推移の後、欧州金利がさらに上昇、年初来最高を更新したことで11日には0.5%台半ばに迫る。その後は欧州金利が低下に転じたことで本邦長期金利も反転、さらにギリシャ懸念の高まりもあって、17日には0.4%台後半へ、翌18日には0.4%台前半へと低下。その後はギリシャ情勢進展への期待に伴うリスク選好で一旦上昇したが、合意に至らなかったことでリスク回避の債券買いが入り低下し、月末は0.4%台半ばで終了した。

当面の予想

今月に入り、株価の持ち直しを受けて、一旦0.5%台に乗せた後、足元は0.4%台後半にある。欧州金利は高水準で不安定な動きを続けており、本邦長期金利の下げ渋りに繋がっているが、今後は徐々に落ち着くことが予想され、本邦長期金利の低下材料となる。しかし一方で、年内利上げが見込まれる米国の長期金利には上昇期待があり、その警戒感が本邦長期金利の低下を抑制する。従って、当面の見通しは横ばい圏での一進一退を予想している。



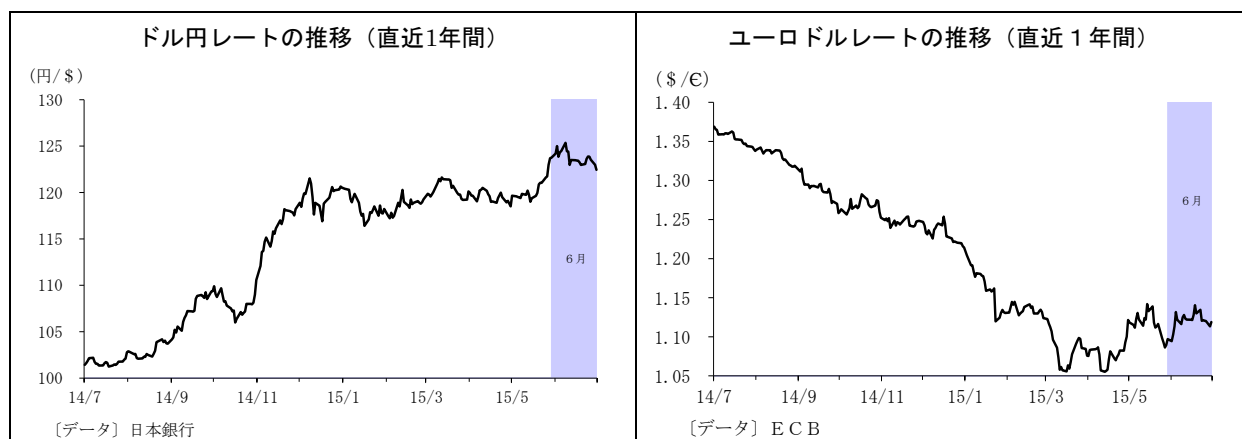
(ドル円レート)

6月の動き 月初 124 円台前半からスタートし、月末は 122 円台半ばに。

月初、前月からの米年内利上げ観測を背景に 2 日に 125 円を付ける。さらに、良好な米雇用統計結果を受けて 8 日には 125 円台半ばまでドルが上昇。その後は世界的なリスク回避によってやや円が買われ、さらに 10 日の黒田日銀総裁の国会での発言が円安けん制と受け止められたことで円高が進行、11 日には 123 円となる。以降、堅調な米経済指標がドルの下支えとなる一方、6 月米 FOMC がややハト派的と捉えられたことと、過度な円安に対するけん制への警戒からドルの上値も重く、123 円台での膠着が続く。月終盤にはギリシャ問題が合意に至らなかったことでリスク回避的な円買いが入り、月末は 122 円台半ばで終了した。

当面の予想

今月に入り、米経済指標の予想比上振れから一時 123 円台半ばまでドル高が進んだが、6 月米雇用統計の冴えない結果を受けて、足元は 123 円付近に。ドル円は当面様子見姿勢が続きそうだ。今後の材料は米経済指標、今月半ばのイエレン FRB 議長による議会証言、月末の米 FOMC だ。最近の米経済は好調とは言い難いが、決して悪くもない。足元は調整が進んでいるだけに、ドルが上振れる可能性が高い。ただし、日米当局からのけん制への警戒も漂っていることから、大幅なドル高は期待できない。なお、混迷の最中にあるギリシャ情勢はドル円にとっても攪乱材料に。



(ユーロドルレート)

6月の動き 月初 1.09 ドル台前半からスタートし、月末は 1.11 ドル台後半に。

月初、ドイツ長期金利の上昇を受けてユーロが上昇し、4 日に 1.13 ドル台に乗せる。その後、好調な米雇用統計を受けたドル高圧力によって 8 日に一旦 1.11 ドル台後半に下落したが、ギリシャ金融支援合意への期待などから翌 9 日には 1.12 ドル台を回復し、しばらく同水準での推移が続く。その後、6 月米 FOMC がややハト派的と捉えられたことでドルが売られ、18 日には 1.14 ドルに達したが、ギリシャ情勢が佳境を迎える中でユーロ売りが入り、23 日には 1.12 ドルへ。月終盤は、ギリシャのデフォルト懸念の高まりで 1.11 ドル台に低下し、月末も 1.11 ドル台後半で終了。

当面の予想

今月に入り、ユーロがやや下げ、足元は 1.11 ドル付近にある。当面の最大の焦点は 5 日に予定されるギリシャの国民投票だ。予断を許さないが、足元では賛成勢力が広がりつつある模様であり、その通りの結果となれば、協議進展への期待でユーロは一旦反発へ。ただし、この際はギリシャ政局が流動的になることで上値が抑えられる。逆に反対多数になれば、ユーロ離脱観測からのユーロ売りが強まる。いずれにせよ、情勢の不透明感が強く、当面は不安定で波乱含みの展開が予想され

る。

金利・為替予測表(2015年7月3日現在)

		2015年			2016年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0.50	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
ドル円	(平均)	121	124	125	126	127
ユーロドル	(平均)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.07
ユーロ円	(平均)	134	135	134	134	136

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。