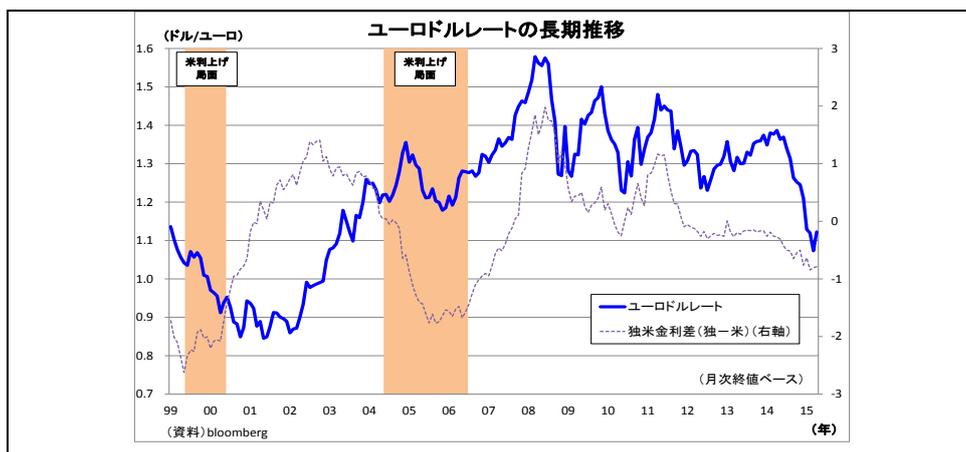


Weekly エコノミスト・ レター

米利上げ局面のユーロ相場を振り返る～金融市場の動き(5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)** 一般的に、利上げを行う国の通貨には上昇圧力がかかるため、過去の米利上げ局面ではユーロ安ドル高基調になったと考えられがちだが、必ずしもそうではない。ユーロ発足後の2回の米利上げ局面では、為替の動きがまちまちだったうえ、ともに金利差から考えられる為替の方向性とは逆の動きになった。過去の米利上げ局面では、ユーロの信認が大きく動いていたため、金利差よりも信認がユーロ相場を動かす原動力になっていたと考えられる。一方、今回は、ユーロの信認に大きな変動はなさそうであり、素直に米利上げに伴う独米金利差(独-米)のマイナス幅拡大を受けて、ユーロ安ドル高基調になりそうだ。ただし、賞味期限には注意が必要。ユーロ圏経済の前向きな動きや原油価格上昇で、ユーロ圏の物価が改善していけば、ECB 量的緩和の出口への思惑が高まり、ユーロの下支え・反転材料になる。なお、今回米利上げ局面のユーロと円は、しばらく弱さ比べの様相になりそうだ。米利上げ後も、日欧ともに量的緩和を継続すると予想されるためだ。従って、米利上げ後の一定期間のユーロ円は変化が乏しいものになりそうだ。ただし、日銀の異次元緩和の方がより長期化するとみられるため、米利上げ局面の後半は緩やかな円安ユーロ高基調になると見ている。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は4月の2回の決定会合で現行の金融政策を維持した。4月末の会合では展望レポートの物価見通しを下方修正、物価目標達成時期を16年度前半へと後ズレさせたものの、物価の基調改善を理由に、現段階での追加緩和の必要性を否定した。
3. **(市場の動きと予想)** 4月は円高ドル安となり、ユーロドルは上昇、長期金利はやや低下した。当面の為替は米経済指標次第だが、対円・対ユーロでのドルの持ち直しを予想。長期金利は、当面0.3%台を中心とするボックス圏での推移を予想している。



1. 為替：米利上げ局面のユーロ相場を振り返る

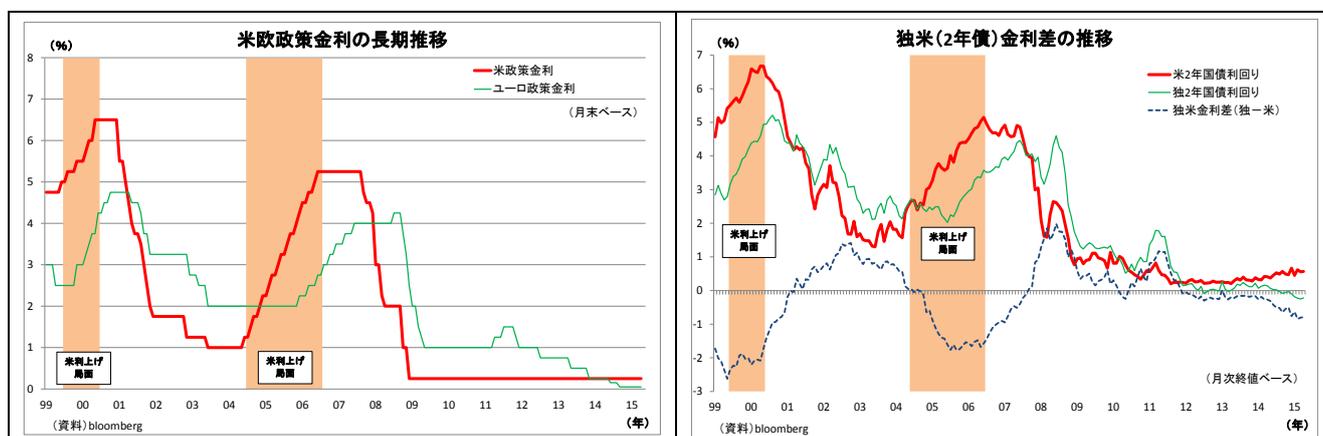
ECBの量的緩和を受けて3月中旬に対ドルで1.05ドル台前半まで下落したユーロは、その後反転し、足元では1.12ドル台にまで回復、方向感の定まらない展開になっている。最近の米国経済は寒波や港湾ストなど一時的な悪材料もあって減速ぎみになっており、利上げ観測が後退しているためだ。しかし、今後米経済に持ち直しが見られれば、FRBは大方の予想通り年内に利上げに踏み切るだろう。米国の利上げは今年のユーロ相場にとっても大きな材料に位置付けられるため、過去の米利上げ局面にユーロがどのような推移を辿ったのか、ユーロドル相場を中心に振り返ってみたい。

(セオリー通りではなかった)

一般的に、利上げ（政策金利の引き上げ）を行う国の通貨には上昇圧力がかかる。利上げに伴って、市中金利が上昇し内外金利差が拡大、投資妙味が高まることで資金流入が促されるためだ。従って、過去の米利上げ局面では、ユーロ安ドル高基調になったと考えられがちだが、必ずしもそうではない。

通貨ユーロが発足した1999年以降の米利上げ局面は99年6月～00年5月と、04年6月～06年6月の2回であるが、前者ではユーロ安ドル高になったものの、後者では逆にユーロ高ドル安となった（表紙図表参照）。また、内外金利差と為替の関係性もセオリーと一致していない。99年からの米利上げ局面では、さほど遅れることなくユーロ圏も利上げで追隨したため、独米2年債金利差（独-米）は0.89%マイナス幅を縮小した。つまり、独米金利差は縮小（ユーロ高要因）したにもかかわらず、実際の為替はユーロ安になった。一方、04年からの米利上げ局面では、米金利の大幅な上昇によって独米金利差は1.62%マイナス幅を拡大（ユーロ安要因）したにもかかわらず、為替はユーロ高になっている。

つまり、過去2回の米利上げ局面では、為替の動きがまちまちだったうえ、ともに金利差の動きから考えられる為替の方向性と逆の動きになっていた。



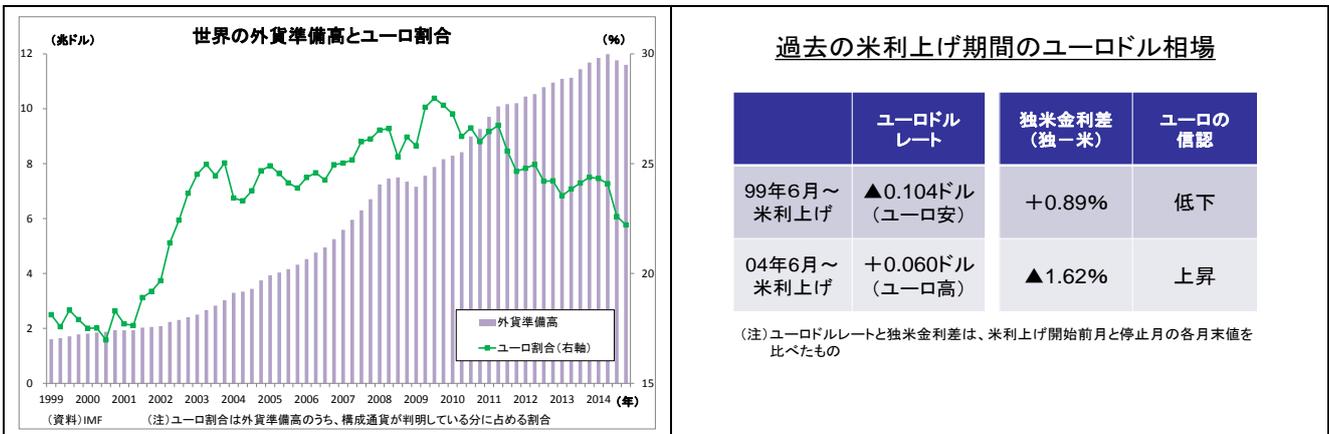
(ユーロの信認が大きなテーマに)

この原因は、99年発足以降08年のリーマンショックまでの間、通貨ユーロの信認（信用力）が大きく変動し、為替に多大な影響を及ぼしていたためと考えられる。

具体的には、99年からの米利上げの時期は、ユーロが発足したばかりであり、その通貨政策の不透明さや各国の足並みの乱れ、そしてユーロ圏の構造改革の遅れなどから、ユーロ圏からの資本流出が起きていた。すなわち、通貨ならびに経済体として、ユーロの信認が低下していた時期にあたる。

一方、04年からの米利上げの時期は、双子の赤字を抱える米国・ドルへの信認が疑問視されるなかで、「第2の基軸通貨」としてのユーロの信認が高まっていた。実際、2002年から2010年頃にかけて、世

界の外貨準備高が急激に膨張するなかで、その通貨構成に占めるユーロの割合は大きく上昇している。つまり、過去の米利上げ局面では、金利差要因よりも、ユーロの信認の変動が大きなテーマとなり、ユーロ相場を金利差とは逆方向に動かしていたと考えられる。



(今回米利上げ局面の展望)

それでは、今回の米利上げ局面（今年 9 月から 2 年程度を想定）におけるユーロドル相場はどのような展開になるのでしょうか。

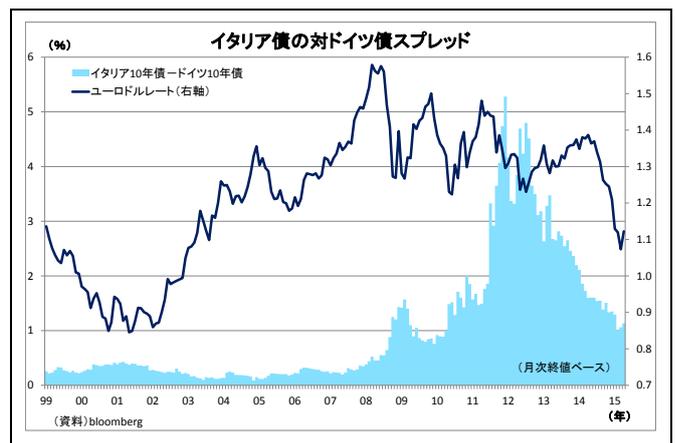
まず、従来の米利上げ局面において大きなテーマであったユーロの信認については、今回は大きな変動がなさそうだ。

前回米利上げ局面後も、欧州債務危機というユーロの信認を揺るがす危機があり、この間にユーロ相場も下落した。ただし、現在については、ギリシャ問題こそ繰り返しているものの、ESM など債務危機を踏まえた金融安全網の整備もあり、南欧周辺国への不安の波及は起きていない。債務危機時に、危機感の尺度とされていた債務危機国とドイツとの国債利回りの差（スプレッド）を見ても、現在は落ち着いた状況にある。ギリシャ問題が沈静化すれば、多少のユーロ高圧力にはなるだろうが、トレンドを左右するほどのインパクトはなさそうだ。

一方、ユーロの信認が急激に高まるような展開も想定しづらい。域内格差は深刻な状態が続くとみられる一方で、財政統合や政治統合へ向けた動きは極めて鈍いためだ。

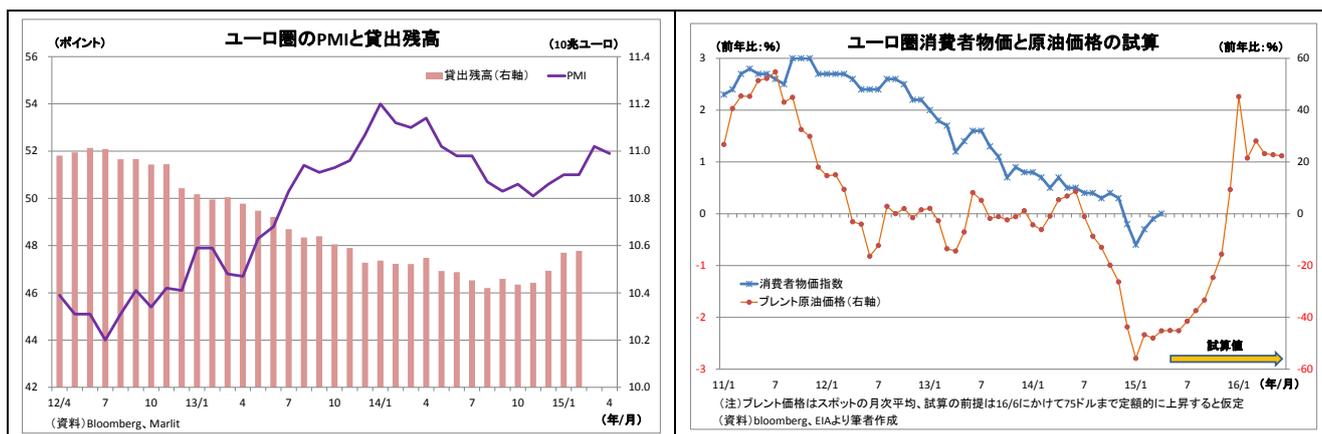
従って、今回の米利上げ局面においては、ユーロの信認が主役になることは考えにくく、為替のセオリーどおり、金利差が影響力を発揮しそうだ。現に、ここ数年は独米金利差とユーロドルレートの連動性が強まっている。月次で両者の相関係数を計算すると、99年から07年までの相関係数は▲0.11 とほぼ無相関であったのに対し、08年から直近15年4月まででは0.77 とかなり強い正の相関が確認できる。今後、米国の利上げに伴って米金利が上昇、独米金利差（独-米）がマイナス幅を広げていくことで、ユーロ安ドル高基調となりそうだ。

ただし、ユーロ安ドル高トレンドの賞味期限には注意が必要。現在、ECB は量的緩和を実施しているが、その継続期間は「16年9月末までか、物価上昇率が2%以下でその近辺という中期目標に整合



的なパスに調整されるまで」とされている。足元のユーロ圏経済は通貨安や原油安、金融緩和などの追い風を受けて、改善の兆しが見える。景況感が回復基調にあるほか、減少が続いていた貸出も増加に転じている。また、物価上昇率も原油価格の反転を受けてマイナスを解消している。今後、原油価格が緩やかに回復していくという前提に立てば、原油価格による前年比での物価上昇率押し下げ効果は徐々に剥落していき、年末頃には物価押し上げ要因になりそうだ。

これら、経済の前向きな動きや原油価格上昇によってユーロ圏の物価上昇率が改善していけば、ECB 量的緩和の出口（終了）を巡る思惑が高まり、ユーロの下支え・反転材料になるだろう。



(ユーロと円は弱さ比べに)

なお、今回米利上げ局面のユーロ円については、しばらくは弱さ比べの様相になりそうだ。米利上げ後も、日欧ともに大規模な量的緩和を継続すると予想され、円もユーロもドルに対して弱含むと考えられるためだ。

従って、利上げ後の一定期間については、ユーロドルに比べてユーロ円の動きは変化に乏しいものになりそうだ。そうした中で、日欧の金融緩和スタンスを巡る市場の観測ならびに両中央銀行の次の一手（追加緩和 or テーパーリング or 長期維持）とその評価が、ユーロと円の強弱感を決定することになりそうだ。

ただし、現時点では日銀の異次元緩和の方がより長期化するとみられ、それを織り込む形で、米利上げ局面後半は緩やかな円安ユーロ高基調になると見ている。



2. 日銀金融政策(4月)：物価目標達成時期を後ズレさせる

(日銀) 現状維持

日銀は4月7～8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。ただし、議案に反対した木内委員は従来、追加緩和前の政策(マネタリーベースが年間約60～70兆円ペースで増加、長期国債が年間約50兆円ペースで増加

するよう資産買入れを実施)に戻すことを主張してきたが、今回は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、すなわち当初の異次元緩和比での減額を新たに提案した。詳細は5月上旬の議事要旨を確認する必要があるが、日銀内部でも現行金融政策のリスクへの評価の相違が拡大している模様だ。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復基調を続けている」と、前回の表現を据え置いた。個別の需要項目、物価上昇等に関する記述も前回同様であったが、日銀短観3月調査を受けて、「企業の景況感は総じて良好な水準で推移」との文言を付加している。また、景気の先行き(「緩やかな回復基調を続けていくとみられる」)、物価の先行き(「当面0%程度で推移していくとみられる」)にも変更は無かった。

会合後の総裁会見において、黒田総裁は引き続き「物価の基調」は着実に改善しているとの認識を示し、典型的な事象として需給ギャップと予想物価上昇率の改善を挙げた。また、賃上げに関しても、今春闘のベアの幅と中小企業への広がりについて前向きな評価を示した。これらを踏まえ、先行きの物価については、これまでどおり、当面0%程度で推移した後、原油価格下落の影響剥落に伴って伸び率を高め、「2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」との見方を表明した。

黒田総裁は、前回10月末の追加緩和の理由について、「消費が相当弱い状況が続いていた」のに加え、「消費者物価の上昇率が低下していく状況」にあったため、「デフレからの転換が遅れる、あるいはそれまで起こっていたものが逆流する懸念が有り得た」と説明した後、今回については「(そのような)リスクは今のところ解消されている」と述べた。

全体的に、かなり強気のスタンスを維持した印象だったが、市場の一部で台頭していた4月末の追加緩和観測を沈静化し、政策の自由度を確保する狙いがあったと推測される。

その後、4月30日に開催された金融政策決定会合でも、日銀は現行の金融政策を維持した(前回同様、賛成8、反対1)。会合後に公表された展望レポートでは、15年度、16年度の消費者物価上昇率(コア)をやや下方修正。新たに公表された17年度については1.9%と、16年度に続いて物価目標である2%程度の上昇率が示された。

総裁会見では、物価上昇率2%達成時期について、「16年度前半頃」とし、従来の「15年度を中心とする期間」からやや後ズレさせた。黒田総裁は後ズレの事実を認めつつも、「今後とも物価の基調が改善していくため、今の段階で何か追加的な緩和を行う必要はない」との認識を示した。一方で、前回1月時点の展望レポートから原油価格の想定に変化がないにもかかわらず、物価目標達成時期を後ズレさせた要因については、「個人消費の一部で改善の動きに若干鈍さがみられ、需給ギャップの改善がやや後ずれしているのではないかという指摘があった」と、消費が想定よりも弱いことにも言及した。

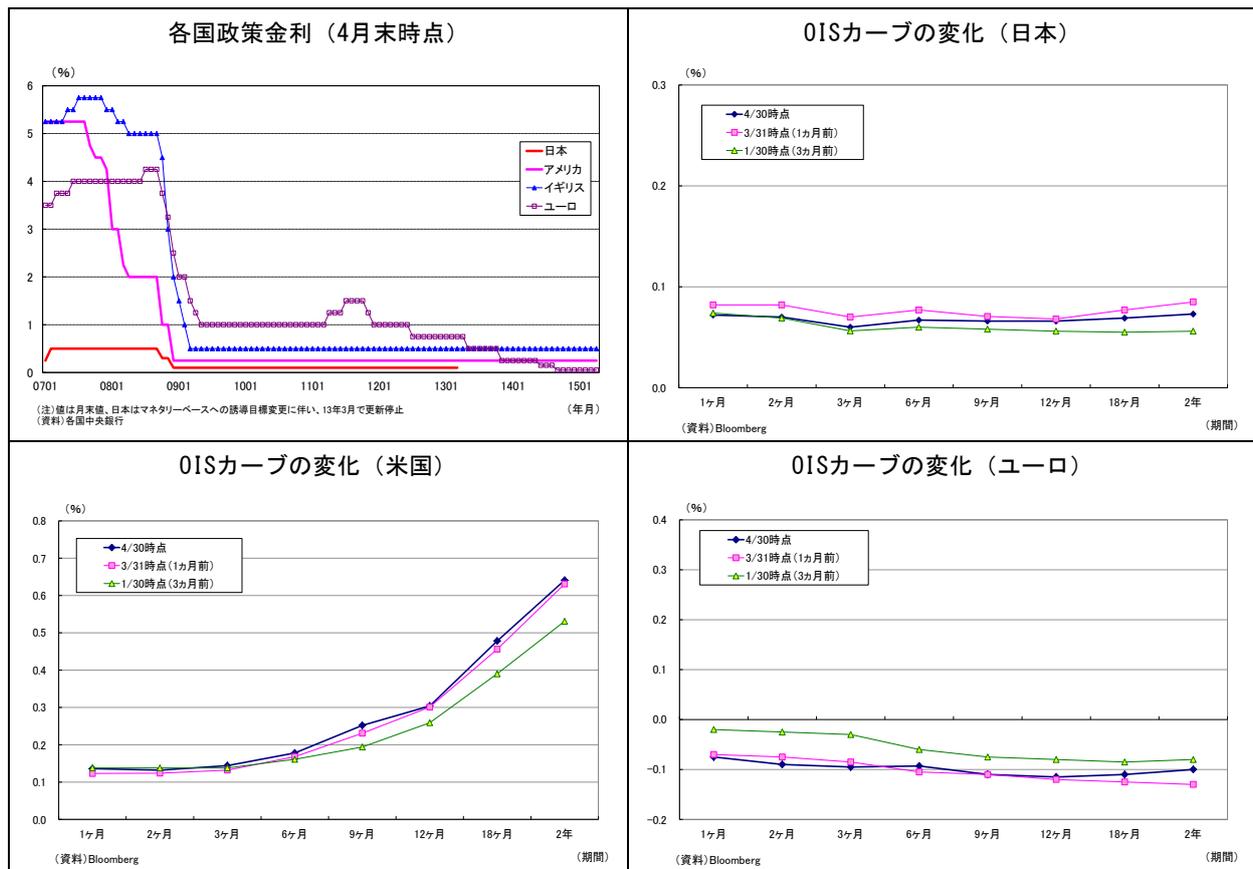
今回の物価目標達成時期後ズレは、物価の基調を見定める時間を確保し、政策の自由度を高める狙いがあったと考えられる。今後は①実質賃金が前年比でプラス化することで「所得から消費」への動きが強まるか?、②物価の鈍化を受けて期待インフレ率が下振れないか?、③総裁会見では「元の成長経路に戻るとみている」とされた米景気が実際に4-6月期に立ち直りを見せるか?が焦点と

**展望レポート(15年4月)
政策委員の大勢見通し(中央値)**

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
15年度	今回	2.0%	0.8%
	前回	2.1%	1.0%
16年度	今回	1.5%	2.0%
	前回	1.6%	2.2%
17年度	今回	0.2%	1.9%
	前回	--	--

(注) 前回は15年1月時点の見通し、
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く
(資料) 日本銀行

なるが、いずれにせよ、物価目標は遠く、日銀は追加緩和をせざるを得なくなると予想している。



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4月末時点における利回り曲線は、日米欧ともに前月から殆ど変化なし。米国については、3月後半のFOMCを受けて利回り曲線が下方シフトしたが、4月以降も予想を下回る経済指標が続いていることから、利上げ観測が後退したままの状況が続いている。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が、ユーロ圏の長期ゾーンは前月末からやや上方に動いている。最近の堅調な経済指標を受けて、量的緩和の出口が意識されている可能性がある。

3. 金融市場(4月)の動きと当面の予想

(10年国債利回り)

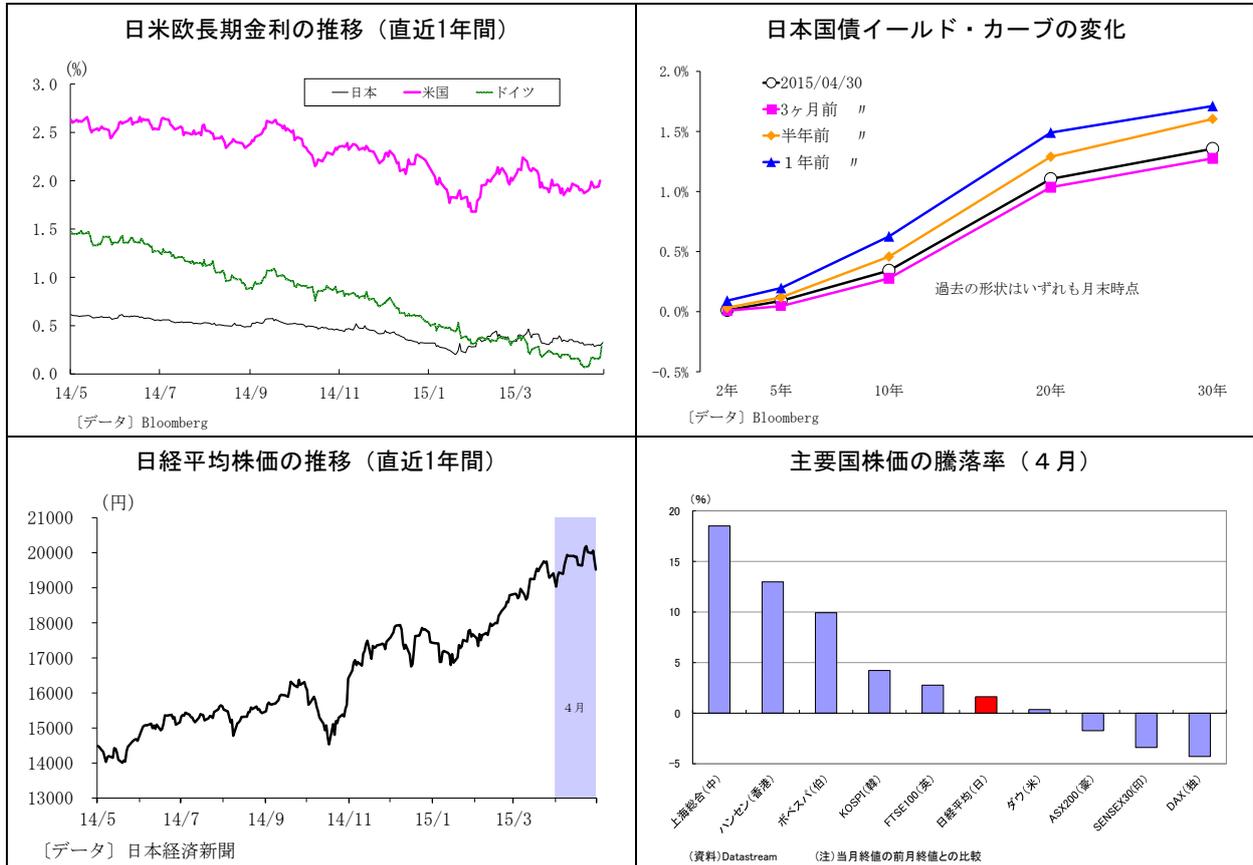
4月の動き 月初0.3%台後半からスタートし、月末は0.3%台前半に。

月初、0.3%台後半からスタートした後、10年債の順調な入札結果を好感し0.3%台半ばへ低下、しばらく同水準での一進一退が続く。その後、5年債の順調な入札結果や米金利低下を受けて14日にやや低下。さらに低調な米指標やギリシャ不安による株価下落を受けて、17日に0.3%を付ける。以降しばらく膠着した後、日銀オペで需要が確認されたことを受け、24日には0.3%を割り込んだ。月末は低下基調が続いていた独長期金利の反発を受けてやや上昇し、0.3%台前半で着地。

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。

当面の予想

未だに入札等の結果に対する神経質な反応は残るものの、金利上昇局面が続かないところからは根強い債券需要がうかがわれる。今後、米景気の持ち直しが確認されれば、米金利の上昇を通じた金利上昇圧力が加わると考えられるが、日銀の大規模緩和のもと、その上昇余地は限定的。また、当面は日銀の追加緩和観測も高まりそうになく、低下余地も限定的だろう。従って、当面は0.3%台を中心とするボックス圏での推移を予想している。



（ドル円レート）

4月の動き 月初120円からスタートし、月末は118円台半ばに。

月初、雇用統計の予想割れを受けた6日に119円台前半にドルが一旦下落したが、リスクオン地合いや予想ほどハト派的ではなかったFOMC議事要旨を受けて上昇し、10日に120円台半ばに到達。しかし、その後は政府関係者による円安けん制や米小売指標の予想比下振れで再び下落に転じ、ギリシャ懸念の高まりもあって20日には119円を割り込む。以降は中国追加緩和に伴うリスクオンの円売りなどから再び上昇し、23日には120円を付ける場面があったが、冴えない米経済指標を受けたドル売りで24日には119円台半ばへ。月末は、米GDPの予想比下振れを受けたドル売りと、日銀金融政策の現状維持による円買いにより、118円台半ばで終了した。

当面の予想

足元は米経済指標の改善を受けて119円台後半に回復。当面日銀の追加緩和観測は盛り上がりそうにないため、今後は米経済指標が最大の焦点となる。3月までの下振れは寒波と港湾ストによる一時的な悪影響によるものとのシナリオは未だ崩れていないとみられるが、市場では疑念も芽生えつつある。今後発表される4月分の経済指標が持ち直すか否かが当面のドル円の方角性を決めることになる。悪影響剥落により景気持ち直しが確認され、ドル高に向かうというのが筆者のメインシ

ナリオだが、もし持ち直しが確認できなければ一旦ドル安に向かうのは避けられない。

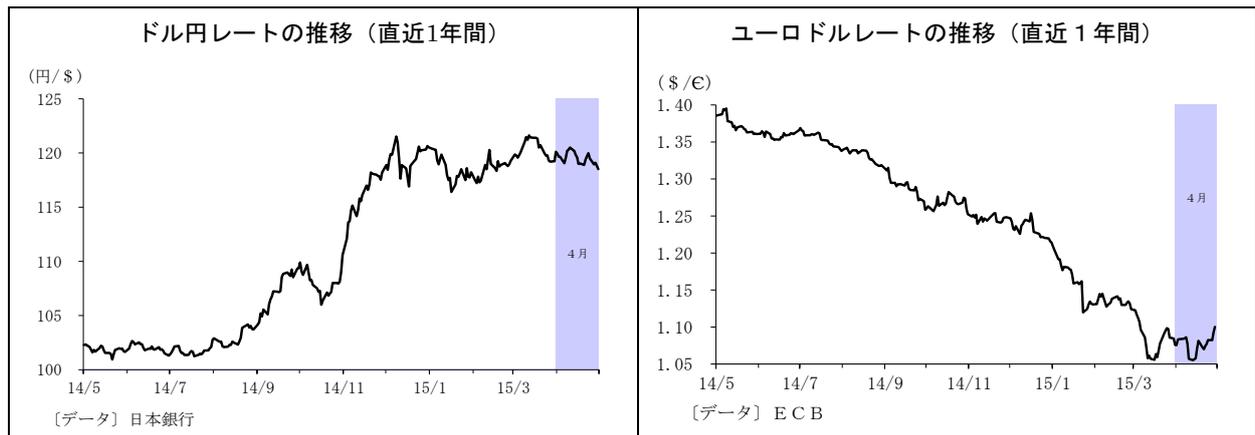
(ユーロドルレート)

4月の動き 月初1.07ドル台後半からスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初から、米景気の不透明感を背景にユーロの買戻しが優勢となり、2日に1.08ドル台に乗せる。その後もしばらく1.08ドル台での推移となったが、FOMC議事要旨を受けたドル買いで9日には1.07ドル台へ、翌10日には1.05ドル台後半へとユーロが下落した。しかし、その後のECB理事会でのドラギ総裁会見が欧州景気に対して楽観的と受け止められ、ユーロは再び上昇、17日には1.08ドル台前半を付ける。その後しばらく1.07ドル台での推移が続いたが、米GDPの予想比下振れやドイツ物価の上振れを受けてユーロの買戻しが進み、月末は1.12ドル台前半まで上昇。

当面の予想

思いのほか弱い米経済指標と、思ったほど弱くないユーロ圏経済指標を受けて、直近はユーロ高が進んだが、一時的な反応と見ている。今のところ、欧米の金融政策の方向性の違いは崩れておらず、今後、米景気の持ち直しが確認されることで、再びユーロ安ドル高基調に回帰すると見ている。ただし、ドル円同様、4月分の米経済指標の持ち直しが確認できなければ、しばらくユーロが上昇余地を試す展開も。



金利・為替予測表 (2015年5月1日現在)

		2015年				2016年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.0	2.3	2.4	2.6	2.9
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)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
ドル円	(平均)	119	121	122	123	124
ユーロドル	(平均)	1.13	1.08	1.07	1.06	1.05
ユーロ円	(平均)	134	131	131	130	130

(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。