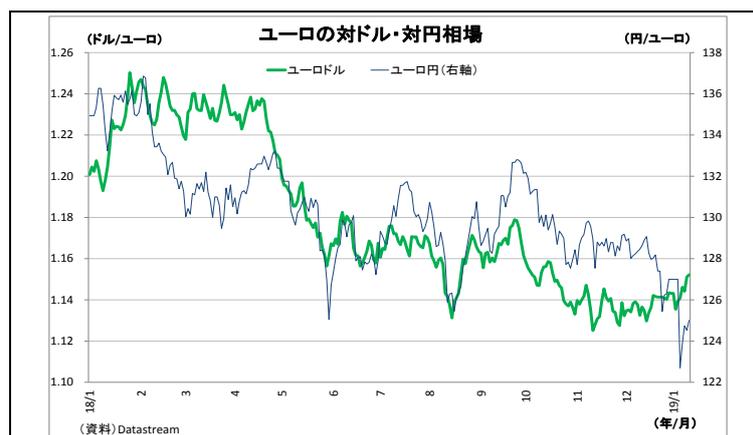


Weekly エコノミスト・ レター

ユーロ相場の低迷は続くのか？

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. ユーロ円は年初に一時 119 円台まで円高が進み、足元でも 124 円台までの戻りに留まっている。また、より長い目でみても、昨年春以降、ユーロは対ドル・対円ともに大きく下落しており、低迷から抜け出せない状況が続いている。ユーロ安が続いてきた背景には、ECB の利上げ（マイナス金利縮小）観測が後退したことがある。昨年 6 月に ECB が「少なくとも 2019 年夏までは金利を据え置く」との方針を示したことで、より早期の利上げ観測は沈静化した。その後もユーロ圏の景気減速感が強まるにつれて、利上げ観測はどんどん後退していった。また、欧州の政治リスクもユーロ安に拍車をかけた。イタリアの財政に対する懸念が高まったほか、英国の EU 離脱もユーロ安材料となった。
2. 従って、今後のユーロ相場の行方を占ううえでポイントになるのも、ユーロ圏の景気と政治リスクの動向ということになる。当面については、ユーロの上値は重く、下振れリスクも高い状況が続きそうだ。今後は英国の EU 離脱問題が山場を迎えるが、しばらく混乱が予想されるためだ。一方、春以降はユーロの持ち直しを予想している。この頃には EU 離脱問題の先行き不透明感も緩和するほか、ユーロ圏の景気も所得の改善などを通じて持ち直していく可能性が高いためだ。物価上昇率（コア）も上昇ペースを維持・拡大するだろう。ECB の利上げ（マイナス金利縮小）着手は秋から年末になるとみられるが、市場では先んじて利上げ観測が回復し、対ドル・対円でユーロ高が進むとみている。
3. ただし、このメインシナリオが実現するには、海外経済の失速が避けられることが条件となる。現状ではまだリスクシナリオだが、貿易摩擦激化により米中経済が大きく減速するようなことになれば、ECB の利上げも遠のく。その際には、ユーロドルは利上げ観測消滅に伴うユーロ安圧力と利下げ観測台頭に伴うドル安圧力の綱引きとなるが、ユーロ円では緩和余地の乏しい円が買われ、円高ユーロ安が進行することになるだろう。

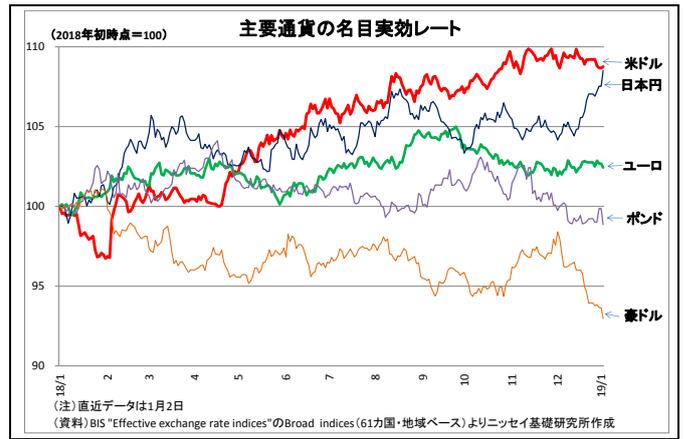


1. トピック：ユーロ相場の低迷は続くのか？

今年の為替市場では、年初に一時急激な円高ドル安が進行し、波乱の幕開けとなった。この間、円高ドル安進行の影に隠れがちだが、ユーロ円も一時 119 円台まで円高が進み、足元でも 124 円台までの戻りに留まっている。また、より長い目でみても、昨年春以降、ユーロは対ドル・対円ともに大きく下落しており、低迷から抜け出せない状況が続いている。足元のユーロ円は 1 年前に比べて 10 円近く低い水準にある（表紙図表参照）。

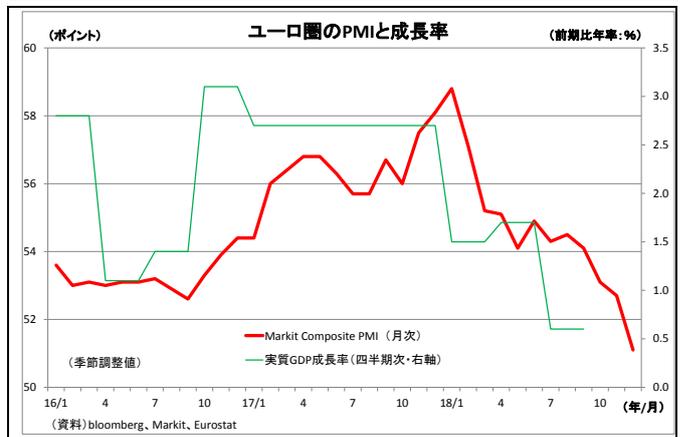
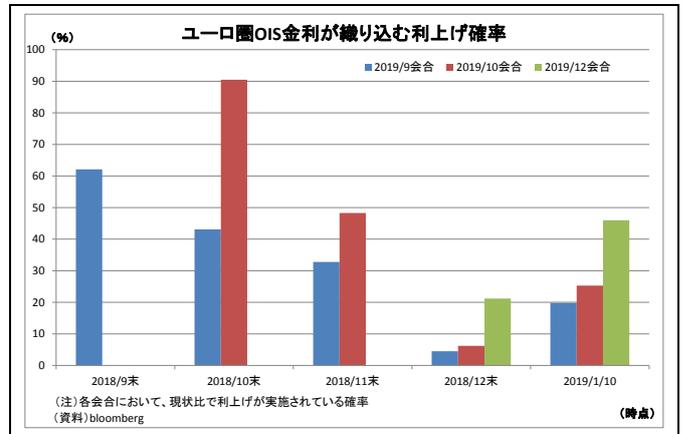
視点を変えて、幅広い通貨に対する強弱感を示す実効レート¹でも、ユーロは低迷している。昨年は米国の利上げを背景に新興国通貨から資金が流出し、先進国通貨に流入する地合いであったため、ユーロの実効レートも昨年初比でプラス圏を維持してきたものの伸び悩んできた。この間にドルと円の実効レートは大きく上昇したため、対ドル、対円でのユーロ安が進んだ。

昨年終盤以降は、米国経済の先行き不安などからドル実効レートの上昇が止まったが、マネーはユーロに向わず、円に集中したことで円が独歩高になることとなった。



(利上げ観測後退+政治リスク)

このように、昨年春以降、(対ドル・対円で)ユーロ安が続いてきた背景には、金融政策の正常化を目指す ECB の利上げ (マイナス金利縮小) 観測が後退したことがある。ECB は、昨年 6 月に年内の量的緩和終了と合わせて「少なくとも 2019 年夏までは金利を据え置く」とのフォワードガイダンスを導入したため、より早期の利上げ観測は沈静化した。また、その後はしばらく 2019 年秋の利上げが最有力視されていたが、どんどん後退していくことになった。ユーロ圏の OIS 金利が織り込む 2019 年秋 (9~10月) の利上げ確率は昨年後半に大きく低下し、足元では 2 割前後まで落ち込んでいる。また、2019 年末の利上げ確率で見ても織り込みは 50% に満たない。このように利上げ観測が大きく後退したことでユーロの魅力が低下し、景気が堅調な米国のドルや追加緩和余地が乏しい日本の円に対して下落することになった。



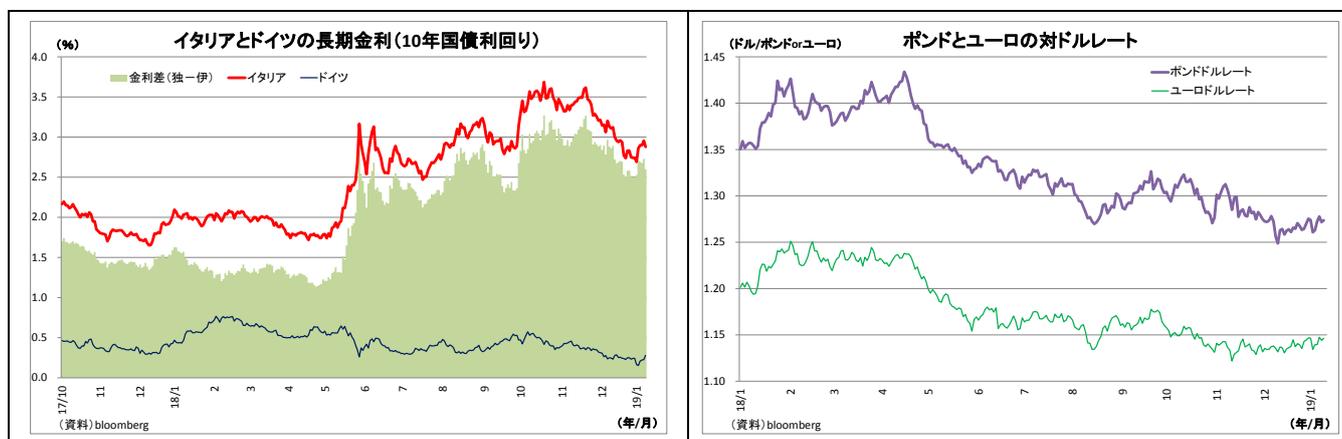
¹ 各通貨について、当該通貨と他通貨間の為替レートを貿易ウェイトで加重平均して指数化したもので、各通貨の総合的な強弱を示す。本稿では BIS 算出の (名目) 実効レートを使用 (61 カ国ベース、各通貨のウェイトは 2011~2013 年の貿易状況に基づく)。

それでは、なぜこれほど利上げ観測が後退したのだろうか？それはユーロ圏の景気減速感が大きく強まったためだ。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2016 年終盤から 2017 年にかけて、1%前半から半ばとされる潜在成長率を大きく上回る（前期比年率）3%前後の成長が続いていたが、2018 年に入って急減速し、直近判明期である 7-9 月期はわずか 0.6%に落ち込んだ。また、成長率と連動性の強い PMI も 2017 年末をピークに大きく下落しており、10-12 月も下落に歯止めがかかっていない。

今後も景気の低迷が続けば、物価も低迷することになり、ECB は利上げを踏みとどまらざるを得なくなるだろう。

さらに、欧州の政治リスクもユーロ圏に拍車をかけた。まず、昨年半ばのポピュリズム政権発足以降、イタリアの財政に対する懸念が高まった。イタリア財政への懸念の度合いを表すイタリアとドイツの長期金利差はイタリア政府と EU との間で 2019 年予算を巡る軋轢が高まった秋にかけて拡大し、ユーロの下落圧力になった。一方、その後 12 月にはイタリアが予算を一部修正し、EU が承認したことで市場の懸念は一服している。

しかし、だからといってユーロ圏にとっての政治リスクが払拭されたわけではない。英国の EU 離脱というリスクも抱えているためだ。この問題の主役は英国であり、影響を最も受けるのも英国だが、ユーロ圏も英経済との結びつきが相対的に強いことから、EU 離脱に対する懸念が高まる際に、ポンドとともにユーロも連れ安になる傾向がある。実際、ポンドとユーロの対ドルレートには強い連動性が確認できる。英国の総選挙で与党が敗北し離脱のハードルが上がった昨年 6 月以降で計算した場合、ポンドと円の各対ドルレートの相関係数が 0.17 に留まるのに対し、ポンドドルとユーロドルの相関係数は 0.80 と非常に高い連動性を示している。



(ユーロは春以降上昇基調へ)

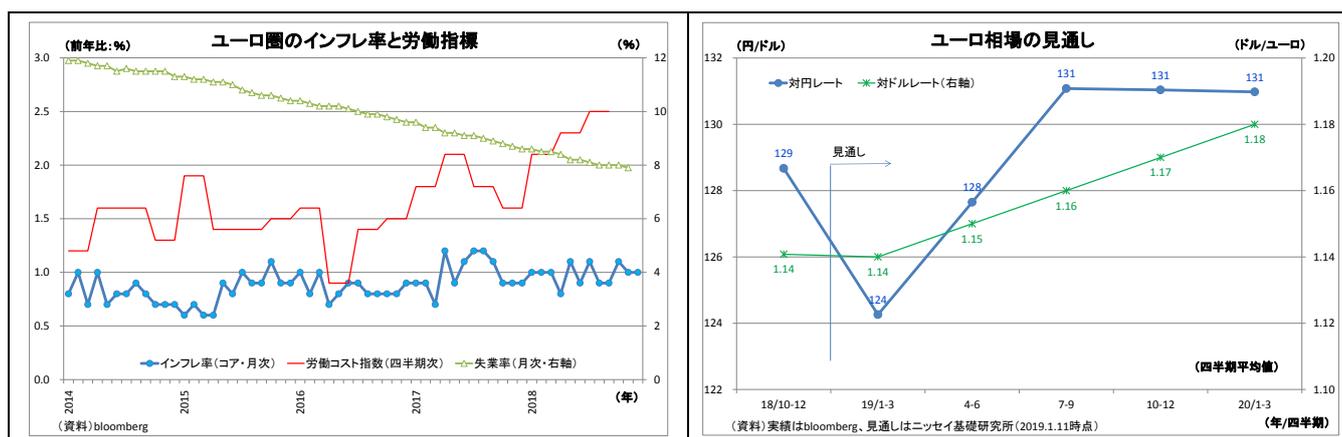
従って、今後のユーロ相場の行方を占ううえで重要なポイントになるのも、ユーロ圏の景気と政治リスクの動向ということになる。具体的には、「景気回復の勢いが戻るのか?」、「英国の EU 離脱をはじめとする政治リスクが緊迫化するのか?」という点だ。

当面については、ユーロの上値は重く、下振れリスクも高い状況が続きそうだ。来週に英国で EU 離脱案の採決が予定され、EU 離脱問題が山場を迎えるが、しばらく混乱が予想されるためだ。仮に英国が「合意なしの離脱」に陥るとしても、ある程度事前の対応措置が採られることでユーロ圏の景気が大打撃を被ることはないとみているが、市場の警戒感の高まりは避けられず、ユーロの下押し圧力になる。

一方、その後、春以降はユーロの持ち直しを予想している。この頃には EU 離脱問題の先行き不透明感も緩和していることが期待されるほか、ユーロ圏の景気も今後持ち直していく可能性が高いためだ。

昨年の景気減速は確かに急であったが、天候不順や自動車産業での新排ガス基準対応を巡る混乱といった特殊要因も一部影響している。また、景気が減速するなかでも、ユーロ圏の雇用情勢は改善を続けており、失業率の改善を背景に多くの賃金指標が賃金上昇圧力の高まりを示している。今後は特殊要因の剥落、所得の改善などを背景に景気が持ち直しに向い、物価上昇率（コア）も上昇ペースを維持・拡大するだろう。ECB の利上げ（マイナス金利の縮小）着手は秋から年末になるとみられるが、市場では先んじて利上げ観測が回復し、ユーロの追い風になるとみている。対ドル、対円ともにユーロ高に向うだろう。

以上がメインシナリオとなるが、このシナリオが実現するには、（ユーロ圏にとっての）海外経済の失速が避けられることが前提条件となる。現状ではまだリスクシナリオだが、貿易摩擦激化の影響などから米中経済が大きく減速したり、減税効果剥落などで米国経済が失速したりするようなことになれば、ユーロ圏の景気・物価も悪影響を免れず、ECB の利上げも遠のくことになる。その際には、ユーロドルは利上げ観測消滅に伴うユーロ安圧力と利下げ観測台頭に伴うドル安圧力の綱引きとなるが、ユーロ円では緩和余地の乏しい円が買われ、円高ユーロ安が進行することになるだろう。



2. 日銀金融政策(12月)：海外リスクを警戒、金利低下は「問題ない」

(日銀) 現状維持

日銀は12月19日～20日に開催された金融政策決定会合において金融政策を維持した（賛成7・反対2）。原田、片岡両審議委員は、これまで同様、長短金利操作とフォワードガイダンスに対して反対を表明した。

声明文では、景気の総括判断を前回同様、「緩やかに拡大している」に据え置いたほか、個別項目にも特段の変更は無かった。先行きの見通しについても、従来同様、経済が緩やかな拡大を続け、物価上昇率が2%に向けて上昇していくとのシナリオが維持された。

会合後の総裁記者会見では、株価の急落などを受けて世界経済の下振れリスクに関する質問が相次いだ。黒田総裁は前回同様、「経済の見通しについて、確かに海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい」ことを認め、「特に米中間の貿易摩擦を始めとする、保護主義的な動きの帰趨

には注意が必要」と警戒感を示しつつも、「これまでのところ貿易摩擦の影響は限定的に留まっている」との認識を示し、IMFの世界経済見通しを挙げながら、「現時点では、わが国の景気が、先行き緩やかな拡大を続ける、という中心的な見通しに変化はない」と説明。株安についても、影響を注視するとしながら、「ベースとなる企業収益の見通しは総じてしっかりしているし、経済のファンダメンタルズにも大きな変化はみられていない」との認識を示した。

そのうえで、追加緩和の可能性については、「将来、物価安定の目標に向けたモメンタムを維持するために必要と判断されれば、もちろん適時・適切に追加緩和を検討していくことになる」とし、具体的な手段として、従来同様、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速などを挙げた。

また、最近の原油価格下落、今後の携帯電話料金値下げ、教育無償化等の影響については、「基本的な考え方としては、(中略)一時的なインパクト」との見方を示したが、「適合的期待による予想物価上昇率への影響がかなり大きいので、(中略)十分注意していく必要がある」との認識を示した。

なお、長期金利の低下が進んでいることに関しては、「欧米の長期金利が下がる中で、日本の長期金利も下がっており、これ自体は何ら問題ではない」、「金利の動きが経済・物価、内外の金融市場の動きなどを反映して動いているのであれば、その幅(-0.2~0.2%)の範囲内で動くこと自体は、むしろ国債市場の機能度が高まるので、問題はない」と、現状問題視しないとの姿勢を示した。

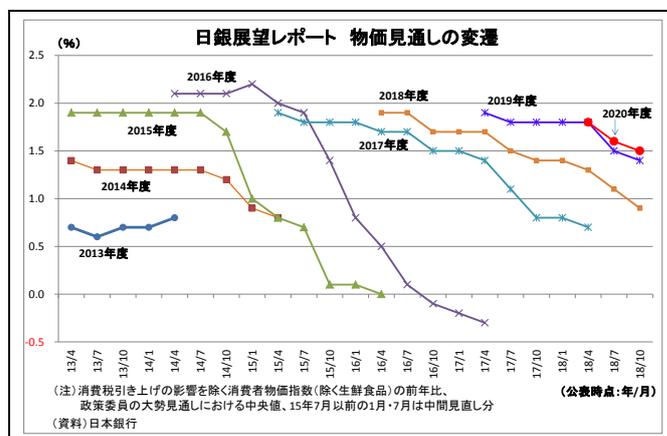
その後、12月28日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(12月開催分)」では、会合において、海外経済の減速や下振れリスクの増大を指摘する意見が相次いでいたことが明らかになった。一方で金融政策運営については、「現在の金融緩和政策を粘り強く続けていくことが必要」との意見が引き続き多数を占めている。

今月22日~23日に行われる決定会合後の展望レポートでは、2020年度にかけての物価見通しが改定されるが、最近の原油価格下落などの影響により、下方修正が避けられないだろう。物価目標達成はますます遠のくことになり、日銀の対応について説明を求める声が強まりそうだ。

なお、物価目標達成に向けたハードルはますます高まっているが、日銀は副作用への警戒から容易に追加緩和に踏み切れない状況にある。従って、

出きる限り現状維持を続けるだろう。やむを得ず追加緩和に踏み切る際も、即時の副作用が小さいETF買入れ増額やフォワードガイダンスの強化が最有力の選択肢になるとみられる²。

中期的には、日銀は副作用緩和のために、さらなる金利変動幅の拡大(実質的な金利上昇許容幅の拡大)に向わざるを得ないと見ているが、世界経済が失速を回避するとの前提でも、消費税率引き上げの影響が一巡するまでは難しい。次回の金利変動幅拡大は2020年春になると見込んでいる。



² 追加緩和の余地や選択肢の考察については、「[日銀の追加緩和余地を考える~有効な手段は残っているのか?](#)」(基礎研レター、2018年12月28日)をご参照ください。

3. 金融市場(12月)の振り返りと当面の予想

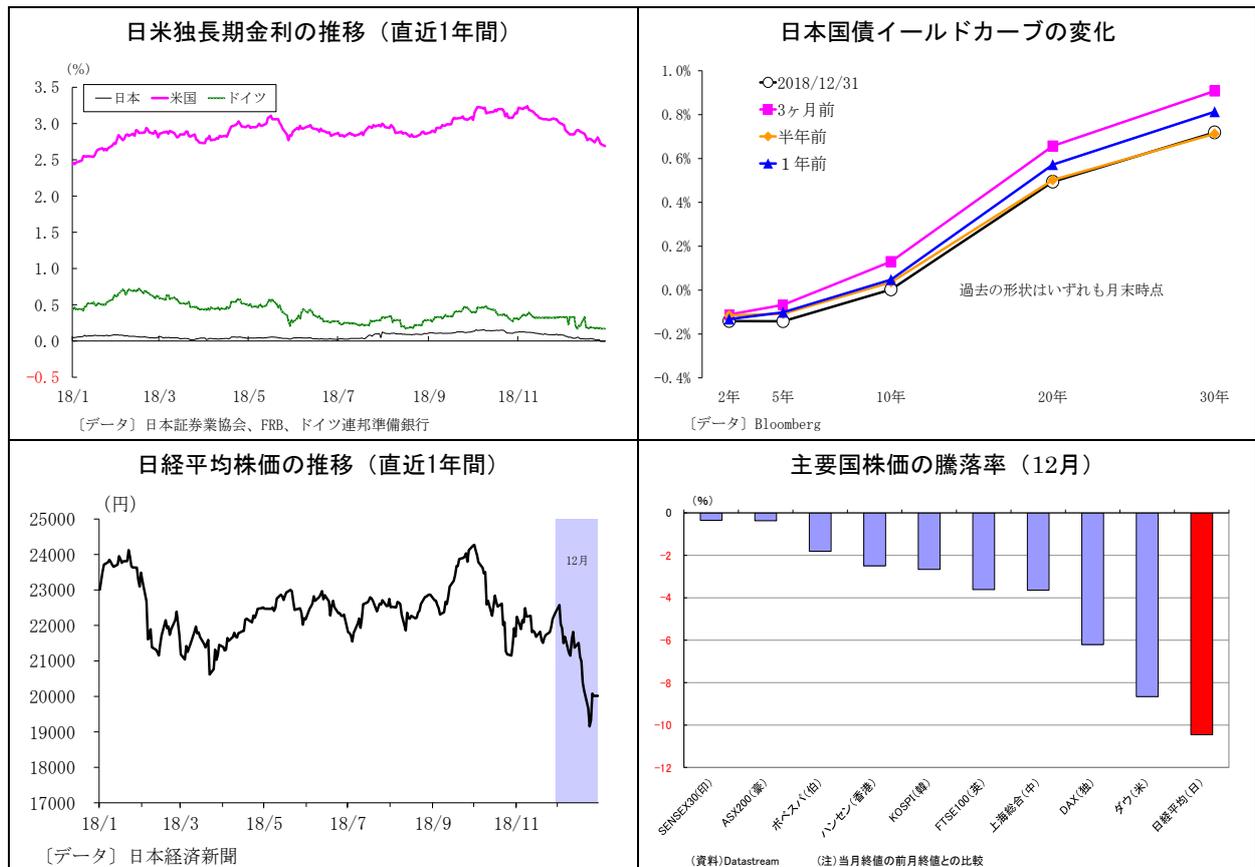
(10年国債利回り)

12月の動き 月初0.0%台後半でスタートし、月末は小幅なマイナスに。

月初、12月の日銀オペ方針が小幅な減額に留まったことに加え、ファーウェイ幹部逮捕で米中摩擦懸念が高まったことで国債が買われ、0.0%台半ばへ低下。しばらく、同水準での推移が続いた後、米国も含めた世界経済の先行き懸念からさらに国債が買われ、14日には0.0%台前半に。19日のFOMCは予想よりタカ派的な内容と受け止められたが、これを受けて米株価が崩れたことで金利上昇には繋がらず。その後も根強い世界経済への不安から0.0%台前半で推移。月末には、1月の日銀オペ方針が据え置きとなったことで需給逼迫感が高まり、僅かながらマイナス圏に低下した。

当面の予想

今月に入り、米雇用統計の良好な結果や米中通商協議進展への期待からやや上昇し、足元は0.0%台前半で推移している。年末年始のような強いリスクオフ地合いは一服したが、当面世界経済の先行き不安は燻るだろう。また、FRBのパウエル議長が4日以降、金融政策の柔軟化を示唆したことで利上げ観測が鈍化し、米金利も上がりにくくなった。さらに来週には英国でEU離脱案の採決が予定され、EU離脱問題が山場を迎えるが、混乱が予想されることも安全資産である国債需要に繋がる。金利上昇を抑制する材料が多いことから、長期金利は当面0.0%前後から0.0%台半ばでの低迷が見込まれる。



(ドル円レート)

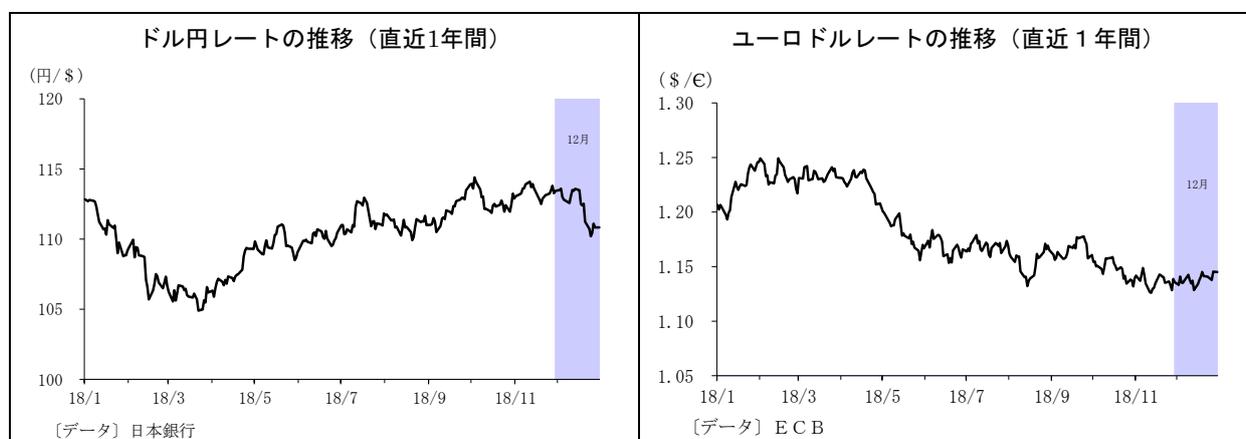
12月の動き 月初113円台半ばでスタートし、月末は110円台後半に。

月初から、米景気の減速懸念やファーウェイ幹部逮捕に伴う米中摩擦懸念から円高ドル安に振れ、

6日には112円台後半に。その後、英EU離脱巡る不透明感からポンド売りドル買いが入り、対円でのドル買いに繋がったことで11日には113円台を回復したが、世界経済の先行き懸念や米利上げ鈍化観測から18日には再び112円台に。さらに、米政府機関の一部閉鎖など米政治不安の高まりを受けて円高ドル安が進み、25日には110円台前半まで下落。月末も110円台後半で終了した。

当面の予想

米中貿易摩擦や米景気減速懸念により年初にリスク回避的な円買いが発生し、一時104円台まで円高ドル安が進行した。その後、米雇用統計の良好な結果や米中通商協議進展への期待などからやや戻しているものの、足元でも108円台前半に留まっている。リスクオフ地合いは一服したものの、FRBのパウエル議長が4日以降、金融政策の柔軟化を示唆したことで利上げ観測が後退しており、当面積極的なドル買いは入りにくい。また、米中摩擦は依然予断を許さず、来週以降は英国のEU離脱問題が山場を迎えることから、リスク回避の円高圧力が高まる場面も想定される。当面は1ドル105円～110円での推移になると見ている。



(ユーロドルレート)

12月の動き 月初1.13ドル台前半でスタートし、月末も1.14ドル台半ばに。

月初、米景気減速懸念からユーロがやや買われ、4日に1.14ドル台前半に上昇したが、リスク回避的なユーロ売りが入り、翌5日には1.13ドル台半ばへ。その後は、米利上げ鈍化観測に伴うドル売り圧力と欧景気懸念、英EU離脱不安に伴うユーロ売りがせめぎ合う形で1.13ドル台を中心とする一進一退の展開が継続。月終盤は、EUによるイタリア修正予算案の承認、米政府機関の一部閉鎖を受けてややユーロが買われたが、景気不安や英EU離脱問題を抱えるユーロが上値を伸ばす展開にはならず、月末も1.14ドル台半ばで終了した。

当面の予想

今月に入り、パウエルFRB議長のハト派発言からドル安圧力が強まり、足元では1.15ドル台前半に上昇している。来週以降は英国のEU離脱問題への警戒が強まる可能性が高く、地理的・経済的繋がりが相対的に強いユーロの下押し材料になりそうだ。ただし、先般のパウエルFRB議長発言によって、米利上げ観測が台頭しづらくなっていることは、ユーロドルの下支えになる。ユーロドルは当面、弱含みの推移を予想している。

金利・為替予測表(2019年1月11日現在)

		2018年	2019年				2020年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00
	10年金利 (平均)	3.0	2.8	3.0	3.0	3.3	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	113	109	111	113	112	111
ユーロドル	(平均)	1.14	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
ユーロ円	(平均)	129	124	128	131	131	131

(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。