

## 金利で説明できないユーロ安・円安

発表日：2014年9月5日(金)

～ユーロ急落の背景～

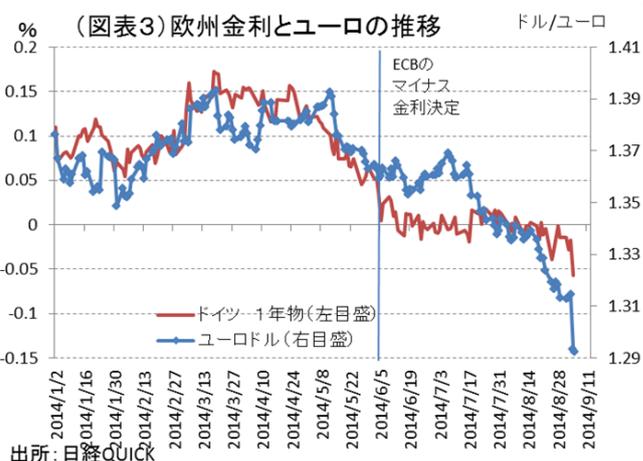
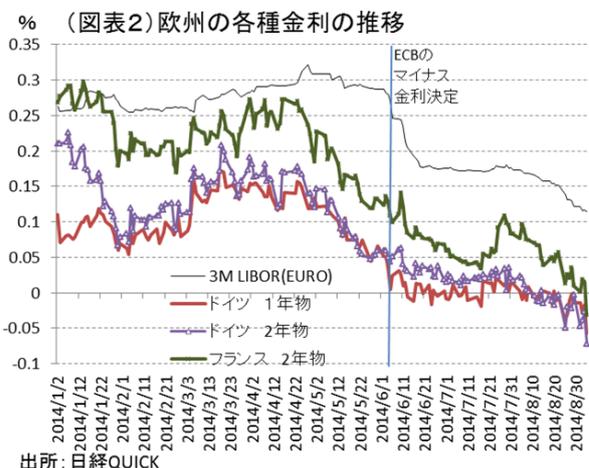
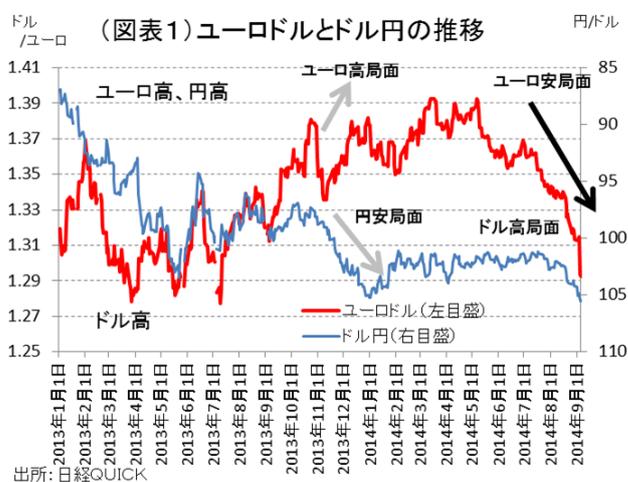
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ECBの金融緩和に前後して、ユーロドルは急落した。この動きは、金利指標の変化とは連動していない。ここには、ECBが先行き量的緩和に踏み込んでいく可能性が、為替の方に大きく織り込まれているからだと考えられる。実は、ドル円も同様に金利との対応関係から成立せずに、円安へと進んでいる。仮に、将来、ユーロ圏の物価指標が予想外に反転上昇する変化が起これば、量的緩和の予想は裏切られることになる。

### 金利動向から乖離してユーロ安・円安が起こっている

ユーロドル相場が、1.30 ドル/ユーロを割り込んで急落した。それに引きずられるように、ドル円レートが1ドル105円台に移行している(図表1)。円安のテンポは予想以上に速い。背景にあるのは、ECBの金融緩和である。9月4日のECB理事会は、政策金利を0.15%から0.05%へ引き下げた。もっとも、単にこれだけの利下げ幅で、ユーロが今のように急落するとは考えにくい。

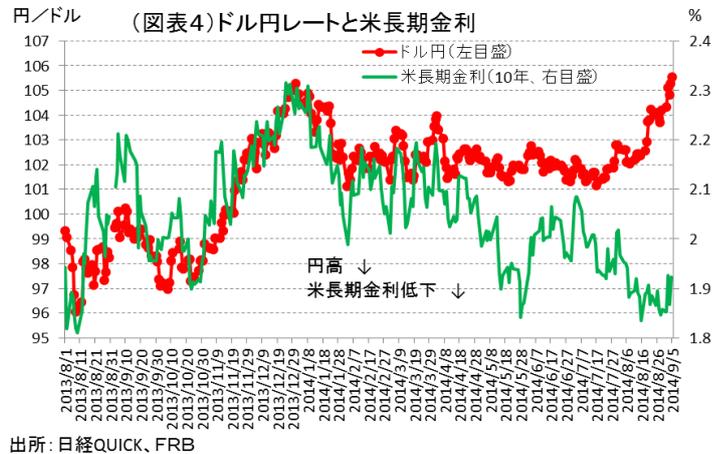
ユーロ安が始まった経緯を振り返ると、8月22日にジャクソンホールでドラギ総裁が、講演原稿になかった期待インフレ率の低下に言及して、追加緩和予想を煽ったことに始まる。その後、ユーロ圏の消費者物価指数・総合の伸び率が前年比0.3%に下がって、緩和予想はさらに強まった。そのことで、ユーロ安になったことには違和感はない。ただし、ECBの金融政策を織り込んで動いている各種債券利回り、ユーロドルの変化が以前のように対応しなくなったことは気になる。以前、ECBが6月5日の理事会で、利下げとマイナス金利導入を行って、それから短期・中期の債券利回りは軒並み低下した(図表2)。その後のユーロ安は、8月とユーロ安は、各種債券利回りの低下だけでは説明できないほどに進むことになっている(図表3)。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

実は、金利で説明できなくなっているのは、ドル円相場も同じである（図表4）。筆者は、以前から米長期金利、あるいは日米金利差を使って、ドル円レートの変化を見通す手法を好んで用いている（ある意味、金利モデルにこだわる気持ちもある）。

しかし、7月以降は米長期金利が低下しているのに、ドル円レートは反対に円安がじりじりと進んでいる（図表4）。米金利でも、日米金利差でも、今のドル円レートを説明できないのが実情だ。その後、9月入りすると、速いペースで104円台から105円台へと移行する。その変化は、冒頭で指摘したように、ユーロに同調して円安が進む図式であった。米金利でドル円が説明できないのは、金利で説明できなくなったユーロ安の引力に、ドル円が強く引きずられていることを反映しているからだろう。

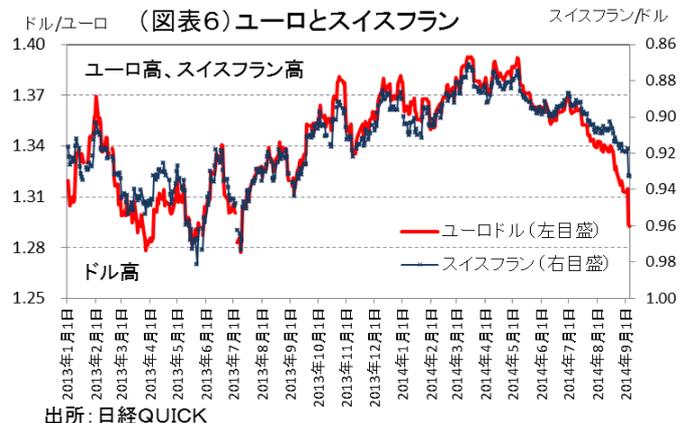
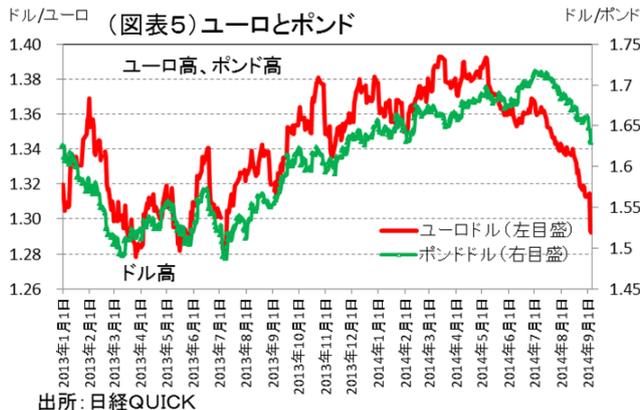


### ユーロ安はオーバーシュート

9月4日のECBの追加緩和は、おそらく、短期金利の引き下げという点では、今回が打ち止めになるだろう。緩和効果の所在を考えると、マイナス金利の部分であるかどうかとも疑わしい。果たして、国債保有のコストを▲0.10%から▲0.20%へと引き上げることが、銀行がECBに預けていた準備預金を一段とシフトさせる圧力につながるのだろうか。筆者は、6月のように、プラスの金利をマイナスにすることにインパクトはあったとは思いますが、そこから手数料（マイナス金利）の幅を上げ下げすることで、資金シフトをコントロールすることにはつながらないと考える。マイナス金利の操作で、短期金融市場から燻り出されるマネーを、コントロールするという訳にはいかないと考える。

おそらくは、今回はそうした実体的作用ではなく、将来、ECBが量的緩和（QE）にまで追い込まれるような思惑を意図的に振り撒いて、それが大幅なユーロ安を引き起こしたと考えられる。つまり、金利差では説明できない為替レートは、期待の作用なのだとみられる。為替レートには、期待の効果は金利に表れる以上に、オーバーシュートしたかたちで反映されていると考えられる。

興味深いのは、ポンドやスイスフランとも、ここにきてユーロの動きは乖離するかたちで切り下がっている点である（図表5、6）。これは、ユーロに特有の要因があって、ユーロ安がより大きく進んでいることを暗示している。その特有の要因こそがECBの量的緩和期待なのであろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ECBにすれば、6月と9月にかなり大胆な金融緩和カードを切って、これで打ち止めにしたいという思惑はあったはずだ。うがった見方をすれば、ECBは短期決戦で済むという公算があったから、量的緩和を示唆することができたとも言えよう。将来、量的緩和まで踏み込む必要はないと高を括っていたから、未来の金融緩和を大胆に語れたということである。筆者はそうしたECBの思惑がどうなるかはわからない。言えることは、将来の金融緩和が、これからの物価動向が鍵を握っているということだ。

その点、ユーロ安が進むこと的作用は、ユーロ圏の物価動向には、抗デフレ効果をもたらすだろう。8月のユーロ圏の消費者物価は、前年比0.3%であったが、エネルギーを除いたコア指数では前年比0.9%である。コア指数の伸び率は5月0.5%から6・7月0.8%、9月0.9%と改善している。欧州の物価動向は、これから欧州景気が悪化していけば、さらにデフレ傾向が強まることになる。しかし、ユーロ安などの効果が顕在化して、数か月先の総合指数が反転上昇する動きになれば、現在のようにECBが量的緩和に踏み切らざるを得なくなるという追加緩和予想は成り立ちにくくなる。そのときに、量的緩和期待はどうなっていくのか。

筆者は、欧州経済の専門家ではないので、近々、欧州経済の先行きははっきり上向いて、物価上昇に転じていくのかどうかは正直にはっきり見通せない。本稿では、シナリオのひとつとして、もしも将来の物価上昇率が上向くことになれば、量的緩和を織り込みすぎた相場は逆にユーロ高に後戻りするリスクもあるのではないかという点をしてきておきたい。

なお、ドル円レートは、現在、米長期金利が上昇していないのに、円安方向に振れているが、その変化の中にはドル高・ユーロ安のシナリオが過大に織り込まれているのだろう。ユーロ安の過度の期待が剥がれ落ちるとき、円安のシナリオも揺さぶられる可能性もあることには留意しておくべきではない。