

## ユーロ安による隠れたリスク要因

発表日：2015年3月13日（金）

～欧州版異次元緩和で生じる地殻変動～

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

ユーロドルは、1ユーロ=1ドルのパリティ（等価）に突き進んでいるように見える。それは、日本経済にどういった影響を及ぼすのか。ひとつは日本企業が、北米やアジア市場でユーロ安によって価格競争力をつけた欧州企業と競合する影響であろう。ドル債務の負担増は、新興国経済に打撃を与えて、日本の進出企業にも重石になる面もあろう。欧州版異次元緩和が日本やドイツの株価上昇に寄与するとしても、隠れたリスクを忘れてはいけない。

### 火種は隠れている

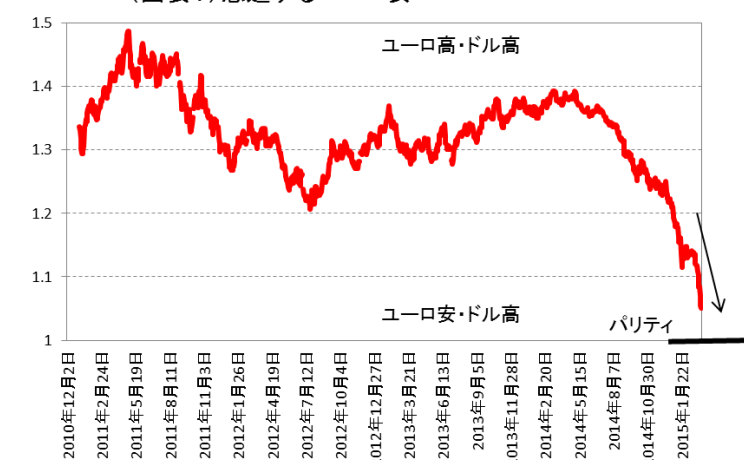
ECBの量的緩和政策が3月9日に開始されて、ユーロドルがさらに下落した（政策決定は1月22日）。ユーロ安は、1ユーロ=1ドルのパリティ（等価）に向かって突き進む勢いである（図表1）。それに応じるように、ドイツの長期金利が低下し、DAX指数は急上昇している（図表2）。この展開は、日本の異次元緩和の再現をみるようだ。欧州版異次元緩和と言えよう。日本株が19,000円台を15年ぶりに回復したことは、欧州におけるマーケット動向とも関連があるのだろう。

一方、ECBの政策効果は一体、日本経済にどのような影響をもたらすのだろうか。おそらくは、日本経済にはプラスとマイナスの両面の影響があると考えられる。まず、欧州景気がこれで拡大するのならば日本の輸出増加に貢献する。反対に、ユーロ安で競争力をつけた欧州企業が、アジア市場などで競合する日本企業との間での価格競争力をつけたならば、それは日本企業を不利にする。

為替取引で世界2位、3位の取引シェアを持つユーロと円が通貨安になると、その裏返しとしてドルが極端な通貨高になる。ドル高はリンケージが強い人民元などの通貨高を喚起して、新興国などの景気の下押しになる。つまり、通貨切り下げ競争による近隣窮乏化である。マネタリーには、ユーロ安=ドル高は新興国のドル建て債務負担の増加をもたらす。それも新興国の火種だ。

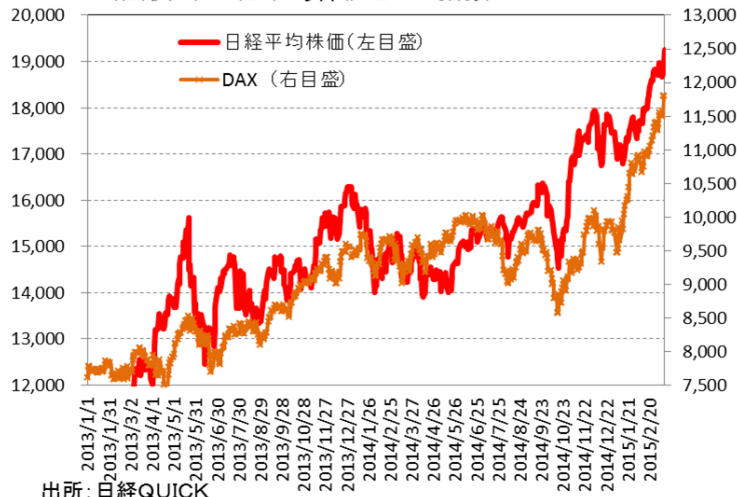
正直に言えば、このままECBの極端な金融緩和が金融環境をどのように変えていくのかは、読み切れない部分はまだ多いと感じる。本稿は、その影響度合いを幅広く観察し、隠れた問題点を確認することを目的にしている。

ドル/ユーロ（図表1）急進するユーロ安



出所：日経QUICK

円（図表2）日経平均株価とDAX指数



出所：日経QUICK

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。

## 欧州版異次元緩和の威力

日本で15年ぶりに株価が19,000円台をつけたことは、微妙にECBの金融緩和と関連していると考えられる。筆者が注目するのは、ECBの量的緩和によって起こるユーロ下落である。ドイツの債券利回りは、7年までマイナス金利になり、10年金利が0.169%（3月11日）まで低下している（図表3）。日本では、2015年1月20日に史上最低0.195%の長期金利になったが、ドイツの長期金利はあっという間にそれを下回った。短中期の債券利回りがマイナスになると、運用難に困った投資家・

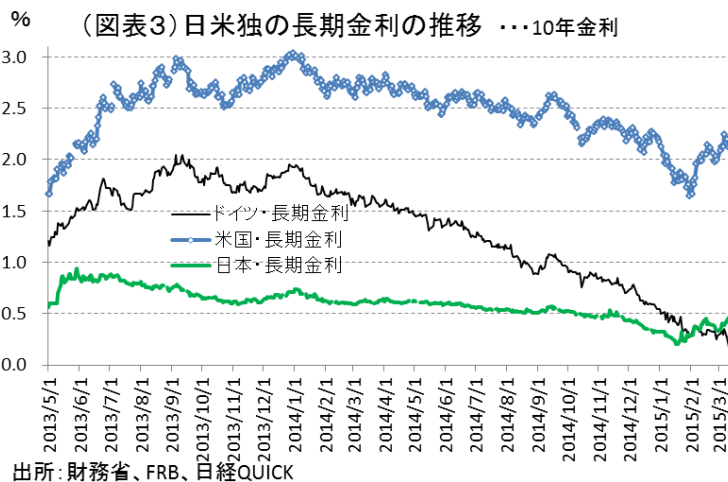
金融機関はリスクテイクを余儀なくされる。マイナス金利は、安全資産としての国債の地位を不安定化させ、ほかにも短期国債などを運用資産とするMMFなど公社債投信の存立基盤をも脅かす。安全志向のマネーの受け皿をなくするのがECBの異次元緩和の効果にある苛烈さだ。

もうひとつ、こうした運用の弊害は、ECB自身にも跳ね返ってくる可能性がある。ECBが流通市場からマイナスになった各国国債を時価で買い取って償還まで保有すると、各国中銀・ECBには償還時に損失が発生する。ECBは預金金利の▲0.2%を上回っていなければマイナス金利の債券を購入するようだ。そこで生じた損失をどうシェアするかは、取り決めがないとされる。

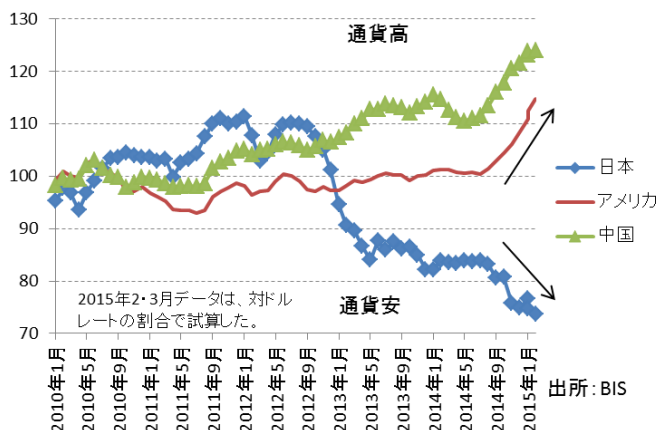
ユーロドルの下落には、各国中銀・ECBのバランスシートを毀損させる政策によって誘発されている面があるようにも思える。為替市場は、そうした状況をみて、ECBが極端な金利低下を許容すると判断して、ユーロ売りに弾みをつけた。ユーロドルは1ユーロ=1.05ドルまで下落して、その水準は2003年1月以来（パリティは2002年12月）になっている。

## 日本に続いて欧州も通貨切り下げに動いた

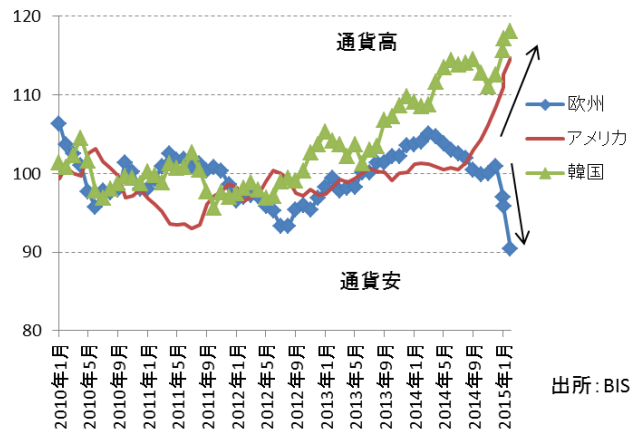
各国通貨の変動を並べてみると、二極化が進んでいる。日本円やユーロのように下落する通貨と、その反対側で上昇するドルの関係である（図表4、5）。注目したいのは、通貨高に向っている通貨群は、ドルとのリンケージが強い特徴がある点だ。BISの名目実効ドルの統計では、ドルの名目実効レートほかに、人民元、香港ドル、韓国ウォン、フィリピン・ペソ、サウジアラビア・リアル、UAE・ディルハムが、通貨高方向に引っ張られている。人民元やウォンは、しばしば対ドルで通貨安になっていることが言及されるが、実際は、ユーロと円が大幅に通貨安に動いているので、対ユーロ・対円では人民元やウォンはまだまだ大幅な通貨安なのである。



(図表4) 名目実効レートの推移(1)



(図表5) 名目実効レートの推移(2)

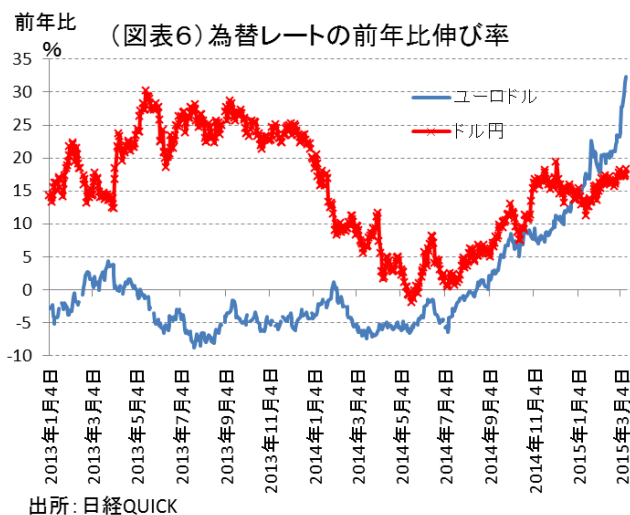


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

世界の為替取引の 43.5%がドルで、それに次いで取引シェアが高いユーロが 16.7%、日本円が 11.5%となっている（2013 年 BIS 統計）。結局、ユーロと円の合計 28.2%が、金融緩和を通じた通貨安に踏み切っているのだから、その余波は大きい。

こうした通貨変動が何を引き起こすかということ、通貨安になる国の輸出競争力の向上と、通貨高の国の輸出競争力の低下である。中国や韓国は、対ドルでさらに強烈な切り下げを行わないと、日本や欧州との間での不利な状況を挽回できないだろう。すでに、原油価格が下落してインフレ懸念は、各国で後退している。だから、多くの国の中央銀行が、事前予想を裏切るかたちで次々に政策金利を引き下げる対応を行っている。見方によっては、すでに金利引き下げ競争に入ったようにもみえる。

一方、日本の場合は、通貨価値が対前年比で 2 割安なので、現時点ではユーロ安の影響が実感されにくい（図表 6）。ユーロドルは、前年比で 3 割安のところまで来ているので、2 割の通貨安の日本円に対しては円高が緩慢にしか進んでいない。それでも今後、ユーロ安の勢いが加速すれば、欧州の通貨下落をじわじわと意識させられるだろう。その場合に問題になりそうなのは、北米市場や中国・アジア市場において、日本企業と欧州企業が競争している環境である。ユーロ安が進むほど、日本は今まで享受していた円安メリットを徐々に後退させていくだろう。



繰り返しになるが、世界で 2 位と 3 位の巨大通貨が切り下げに踏み切ったことは、各国の通貨政策にも影響を与え、その余波が貿易取引にも摩擦を生むだろう。欧州経済が ECB の金融緩和で成長加速が促されることは歓迎できるとしても、グローバル化した日本企業が、各国市場で競合する度合いが激しくなることは心配だ。

### 新興国ショックはグローバル企業に打撃

ドル高は、ドル建ての対外債務を抱えている国・企業には負担増になる。例えば、欧州の企業が抱えているドル債務は、ユーロドルが 3 割下落することで、ユーロで収益を稼いでこれを返済するとすれば、負担感は 3 割重くなると考えられる。経常赤字国の中で対外債務の負担感が大きい国々は、ドル高による負担感が懸念される。

そうすると、ユーロや円などの超低金利通貨による債務の借り換えが進むのだろうか。2014 年はサムライ債発行が久方ぶりに増加したことが話題になった。ユーロ建て社債の発行が活発化してもおかしくはない。米国で利上げが実施されて、政策金利水準が高まってくると、米長期金利も上昇するだろう。ドル債務の負担増は、円やユーロ建ての資金調達を促すという見方もできる。そうすると、円やユーロの負債増加は、円売り・ユーロ売り要因になって、ドル高傾向をより強める作用を持つ。ドルと、ユーロ・円のねじれは強まるということだ。

筆者が警戒するのは、上記の問題に加えて、今後の米利上げが、新興国の不安定化を引き起こすかもしれないという可能性である。ドル高傾向は、米国に資金が集まって、経済基盤が脆弱な国々から資金が引き上げられる変化を生じさせる。マネーフローの変調である。通貨が売られる新興国が相次げば、そうした国々に進出したグローバル企業にはダメージが加わる。進出国の事業が経済不安によって採算悪化したり、手持ちの外貨の評価損が膨らんだりするイメージである。ほかにも、日本企業が、過去に多額の投資資金を投じた国から撤退することは、巨大な特別損失を生じさせる。日本の量的・質的金融緩和によって通貨切り下げが始まり、その後、同じような大規模緩和の流れが欧州にも波及した。次なる世界経済の隠れたリスクへと発展しないことを願うばかりだ。

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。