

2014年2月20日

No.2013-038

ジレンマを抱えるユーロ

～ユーロの高止まり解消には、自助努力も必要～

調査部 研究員 井上肇

《要 点》

- ◆ ユーロの堅調な推移が続いている。2012年夏以降、ECBや域内各国による危機対応策が進展し、欧州債務問題に対する過度な懸念が薄らいだほか、2013年夏以降は、ユーロ圏の景気が最悪期を脱したとの見方が広がった。こうしたなか、①域外からの対ユーロ圏投資が持ち直したこと、②域内金融機関からECBへの資金返済が進展したこと、等が直接的・間接的にユーロ高圧力となってきたとみられる。
- ◆ 一方で、景気や金融システムが今なお脆弱性を抱えているがゆえに、ユーロが高止まりしている面もある。ユーロ高圧力となってきたものとしては、①域内景気の低迷による経常黒字拡大、②財務体質が悪化した域内金融機関のリパトリエーション、③ディスインフレ傾向の強まり、等を指摘できる。
- ◆ こうしたユーロ圏の現状は、バブル崩壊後に内需低迷による経常黒字拡大や、国内機関投資家のリパトリエーション等が通貨高を招くというジレンマに苦しんだ日本の状況と似ている。1990年代に入り、バブルが崩壊した日本では、内需冷え込みにより輸入が落ち込み、貿易黒字・経常黒字が拡大したことや、1980年代後半に積極的に海外投資を行った機関投資家が海外資産の売却や海外投資から撤退したこと等が円高を後押しした。
- ◆ ユーロ圏が通貨高のジレンマから抜け出すためには、ドル高主導のユーロ安進行を単に待つのではなく、域内金融機関の財務体質改善に取り組み、対外証券投資の活発化を促していくと同時に、ドイツの賃上げや財政支出拡大等を起点に域内需要が拡大していくようなメカニズムを構築していくことが必要である。こうしたことを経ないと、今後も景気回復が緩慢にとどまるなかで、ユーロの高止まりが続く可能性があるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel:03-6833-0920 Mail:inoue.hajime@jri.co.jp

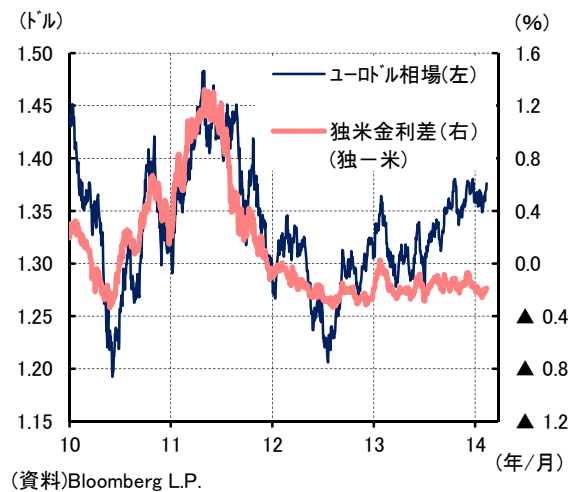
弊社では、ドル円相場、ユーロ相場を中心に直近の為替の動きを回顧し、それぞれ今後の見通しに言及するとともに、為替関連のトピックスを組み込んだマンスリーレポート「為替相場展望」を刊行しています。レポートは、弊社ホームページ(<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/exchange>)からダウンロードできます。

1. 高止まりするユーロ

ユーロの堅調な推移が続いている。近年のユーロの対ドル相場は、欧州債務問題の動向によって上下に振らされながらも、基調としては欧米の金融政策の方向性の違いを反映しやすい独米2年債利回り格差に見合う水準での推移が続いてきた(図表1)。ところが、2012年半ば以降は、同金利差に見合う水準に対してユーロが高止まりする傾向が定着している。

そこで以下では、ユーロ高止まりの背景を探るとともに、ユーロ相場の先行きについて展望したい。

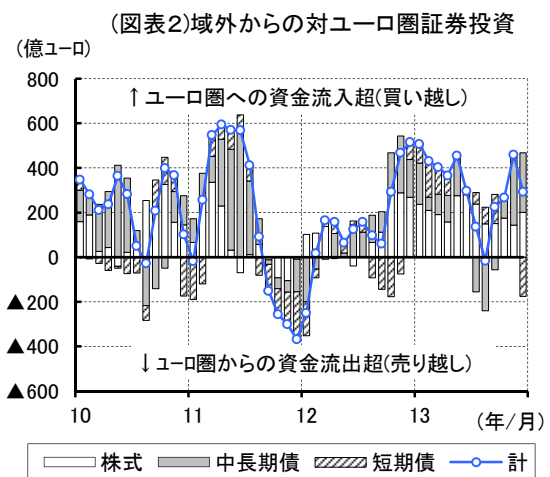
(図表1)ユーロドル相場と独米2年債利回り格差



2. 最悪期を脱した債務問題・景気が招くユーロ高圧力

(1) 持ち直す域外からの対ユーロ圏投資

2012年夏以降、ECBや域内各国による危機対応策が進展し、欧州債務問題に対する過度な懸念が薄らいだほか、2013年夏以降は、ユーロ圏の景気が最悪期を脱したとの見方が広がった。こうしたなか、ユーロ圏を素通りしていた海外マネーがユーロ圏内に再び向かい始めていることがユーロ高につながっているとみられる。ユーロ圏外からの証券投資は、債務問題が深刻化した2010年から12年前半にかけて売り越し(ユーロ圏からの資金流出超)となる場面があったものの、2012年半ば以降は、買い越し(ユーロ圏への資金流入超)基調が続いている(図表2)。なかでも2012年秋以降は、金利差の変動が直接の取引動機にはなりにくいと考えられる株式投資が増加したことが金利差に見合う水準からのユーロの上振れをもたらした公算が大きい。



(2) 進展する域内金融機関からECBへの資金返済

債務危機対応として2011~12年にECBから大規模な長期資金供給(LTRO)を受けた域内金融機関が資金の前倒し返済を進めたことも、間接的にユーロ高に作用してきた公

算が大きい。ユーロ圏の金融機関は、債務危機が一段化するなか、一部を除けば、市場からの資金調達が可能になっている。一方で、ユーロ圏の景気回復が緩慢にとどまり、総じて民間の資金調達ニーズも低迷していることから、多くの金融機関が LTRO の前倒し返済を進めている(図表3)。

結果として、米国で2012年9月の量的緩和策第3弾(QE3)導入を受け、FRBのバランスシートが再び拡大し始めたのに対し、ユーロ圏金融機関からの資金返済により、ECBのバランスシートが縮小し始めるなど、米欧中央銀行のバランスシートは、2012年後半以降、両者の方向性に大きな違いが生じている(図表4)。

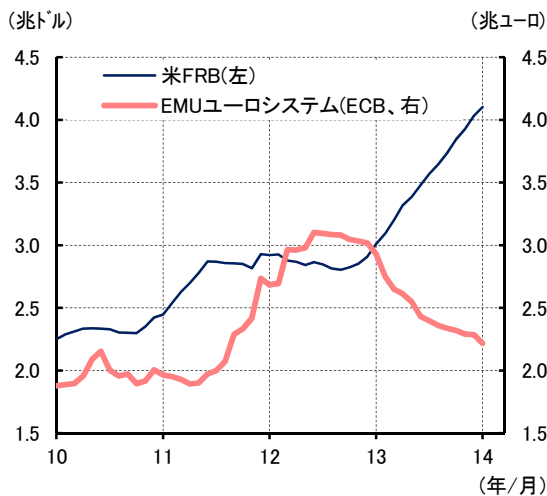
こうしたバランスシートの格差は、投機的なユーロ買いを招いていると判断される。投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)におけるユーロポジションの動向を見ると、2011年頃までは独米金利差とユーロポジションの動きが概ね一致していた(図表5)。投機筋は、金利変動を主要な取引動機とし、金利差とユーロ相場の高い相関を支えていた公算が大きい。もっとも、2012年半ば以降は、金利差がなくなるなかで、ユーロ売りの巻き戻しとユーロ買いが発生した。独米金利差がなくなり、主要な取引動機を失っていた投機筋などに対して、FRBとECBとのバランスシート格差が新たな取引動機となった可能性が高い。

(図表3)ユーロ圏金融機関の居住者向け貸出とECBからユーロ圏金融機関への貸出



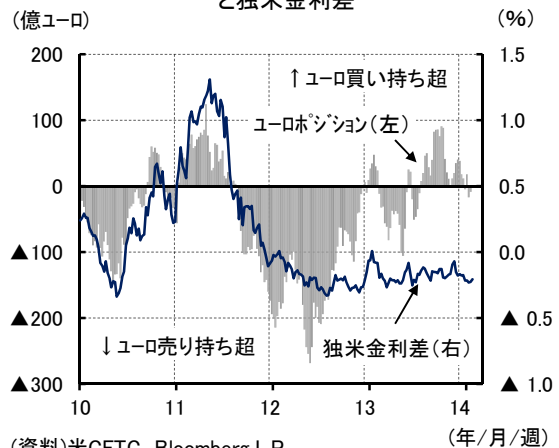
(資料)ECB

(図表4)米欧中央銀行のバランスシート規模



(資料)米FRB、ECB

(図表5)シカゴIMM・ユーロポジション(非商業部門)と独米金利差



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

(注)独米金利差は、2年債利回り格差(独-米)。

3. 脆弱な景気・金融システムが招くユーロ高圧力

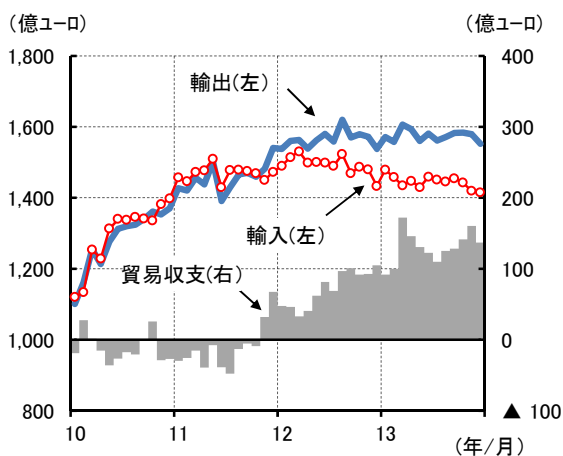
(1) 域内需要の低迷による経常黒字

一方、景気や債務問題が最悪期を脱したとはいえ、ユーロ圏の現状は、バランスシート調整が一巡した米国や、アベノミクスを追い風に回復基調にある日本との対比で、大きく見劣りしているのが実情である。にもかかわらず、ユーロが高止まりしているのは、逆説的であるが、ユーロ圏の景気や金融システムが今なお脆弱性を抱えているからともいえる。

ユーロ圏では、2011 年終盤頃から貿易収支が黒字化し、その後、貿易黒字・経常黒字が大きく拡大している(図表6、7)。過去においても、ユーロ圏の経常収支が黒字で推移する局面では、ユーロが対ドルで堅調に推移する傾向がみられたことから、今回もユーロ圏の経常黒字がユーロ相場を下支えする一因になっている公算が大きい。

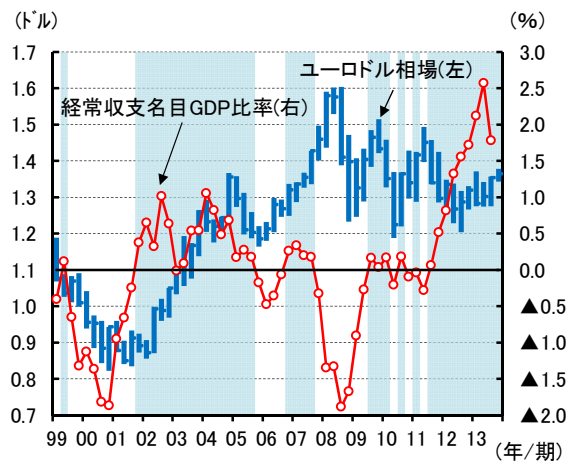
足許でのユーロ圏の貿易黒字・経常黒字拡大は、域外景気の持ち直しや南欧諸国の一部での対外競争力の改善等に伴う輸出増加の寄与が一部あるものの、基本的には、債務問題の震源地となった南欧諸国を中心とした域内需要の低迷を受けて、輸入が減少したことによる影響が大きい。

(図表6)ユーロ圏の輸出入と貿易収支



(資料)Eurostat
(注)いずれも季節調整値。

(図表7)ユーロ相場とユーロ圏経常収支名目GDP比率



(資料)ECB, Eurostat, Bloomberg L.P.
(注)シャドー部は経常収支が黒字の局面。

(2) 財務体質が悪化した域内金融機関のリパトリエーション

ユーロ圏を素通りしていた海外マネーがユーロ圏内に再び向かい始め、かつ、ユーロ圏の経常黒字が拡大している状況下、為替需給の観点からは、域内から域外への投資が活発化しない限り、通貨ユーロは下落しにくい状況といえる。

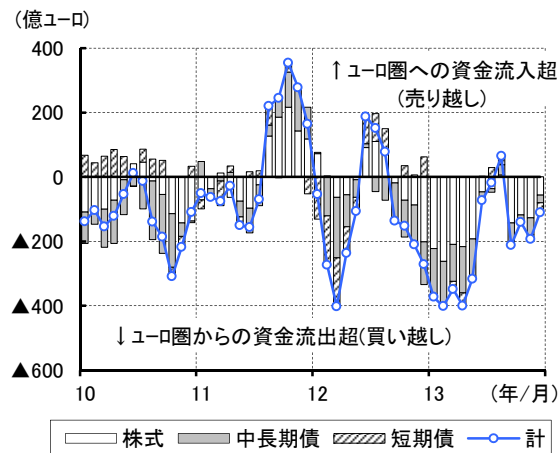
ところが、域内からの対外証券投資をみると、欧州債務問題に対する過度な不安が後退した2012年半ばから2013年前半にかけては、大きく買い越し(ユーロ圏からの資金流出超)となったものの、2013年半ば頃から資金流出が細ってきている(図表8)。

とりわけ、対外投資への消極的な姿勢がみられるのが域内金融機関である。域内金融機

関の対外証券投資や、貸出等が計上されるその他投資の動きをみると、2012年半ば以降も断続的に売り越し(ユーロ圏への資金流入超)になっている(図表9、10)。財務体質が悪化した域内金融機関(銀行)がバランスシート健全化や規制対応のために海外資産を処分し、域内への資金の還流(リパトリエーション)を進めていることが示唆される。

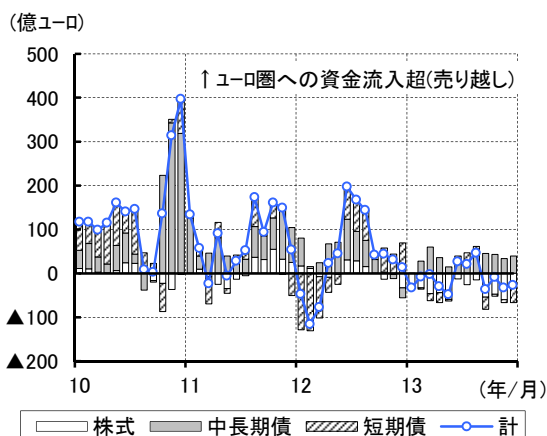
今年11月から始まる域内銀行の監督一元化に先立って、今年初めからECBによる域内主要銀行に対する資産査定が実施されている。こうしたなか、当面、域内金融機関が域外への投資を活発化させることは期待できない。今後の資産査定によって、域内銀行の資本不足が明らかとなれば、域内銀行が域外に投資していた資金を本国に還流する動きが再び活発化する可能性もある。

(図表8)ユーロ圏からの対外証券投資



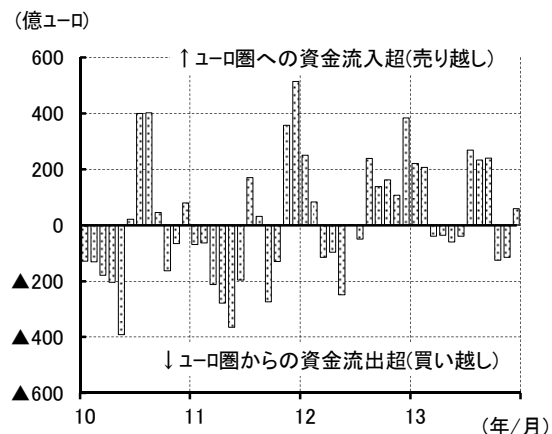
(資料)ECB
(注)いずれも3カ月移動平均値。

(図表9)域内金融機関の対外証券投資



(資料)ECB
(注)いずれも3カ月移動平均値。

(図表10)域内金融機関のその他投資



(資料)ECB
(注)その他投資には、貸出等が計上される。3カ月移動平均値。

(3) ディスインフレ傾向の強まり

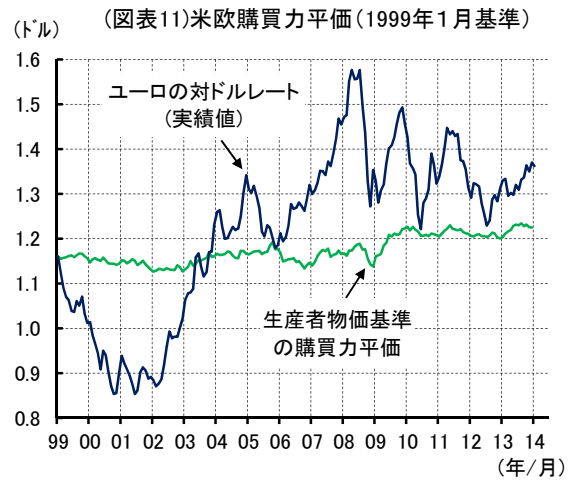
ユーロ圏の景気回復が緩慢にとどまるなか、経済の体温ともいえる「物価」がディスインフレ傾向を強めていることも、実体経済の脆弱さとは裏腹にユーロの底堅い推移が続く要因となっている可能性がある。

購買力平価の観点からは、相対的にインフレ率の低い国の通貨価値が高まりやすい。米欧のインフレ率格差を基に試算した購買力平価(1999年1月基準)をみると、2004年以降のユーロの対ドル相場においては、企業物価基準の購買力平価がユーロの下値サポートラインとなってきた(図表11)。足許では米国でもインフレ率が低下傾向にあるなか、購買力平

価が明確な方向性を有しているとは言えないものの、米国に対して景気の回復ペースが見劣りするユーロ圏でデシインフレ傾向が続けば、米欧の購買力平価が緩やかながらもドル安ユーロ高トレンドを示すようになる可能性がある。

物価安定をとりわけ重視するECBがデシインフレ傾向の強まりを理由に追加金融緩和に踏み切れば、ユーロ安に振れる可能性はあるものの、ユーロ圏のデフレリスクを払拭するほどの大胆な金融緩和策を打ち出さない限り、ユーロ安の進行は一過性に終わ

る公算が大きい。実際、昨年11月のサプライズ利下げの際には、いったんは下落したユーロの押し下げ効果は1週間ほどしかもたなかった。

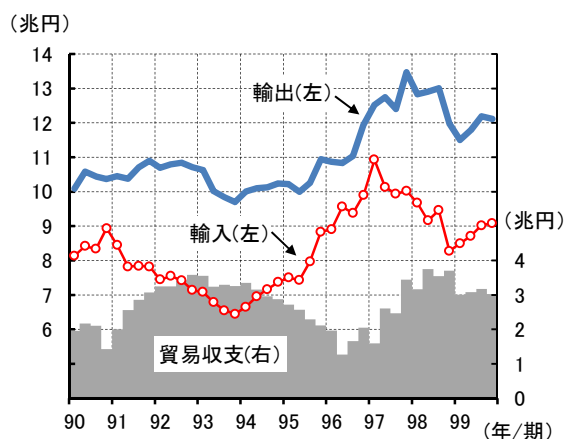


(資料)米労働省、Eurostat、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

4. 通貨高のジレンマ解消に向けて

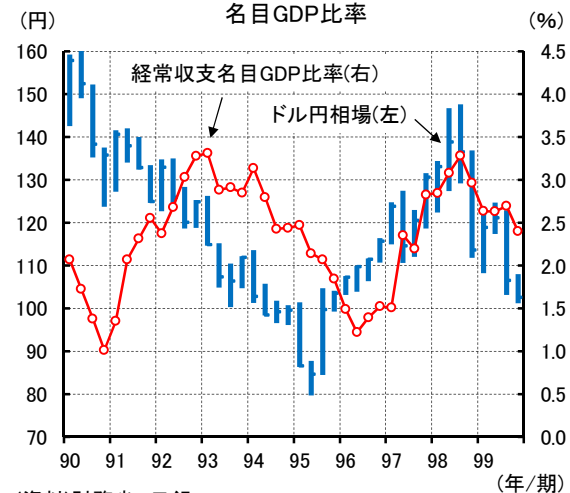
こうしたユーロ圏の現状は、バブル崩壊後に内需低迷による経常黒字拡大や、国内機関投資家のリパトリエーション等が通貨高を招くというジレンマに苦しんだ日本の状況と似ている。1990年代に入り、バブルが崩壊した日本では、内需冷え込みにより輸入が落ち込み、貿易黒字・経常黒字が拡大したこと(図表12、13)や、1980年代後半に積極的に海外投資を行った日本の機関投資家が海外資産の売却や海外投資から撤退したこと等が円高を後押しした¹。

(図表12)1990年代の日本の輸出入と貿易収支



(資料)財務省
(注)いずれも季節調整値。

(図表13)1990年代のドル円相場と経常収支
名目GDP比率



(資料)財務省、日銀、Bloomberg L.P.

¹ 1993年に誕生した第一次クリントン政権では、巨額な貿易黒字を抱える日本への円高圧力が強まった。

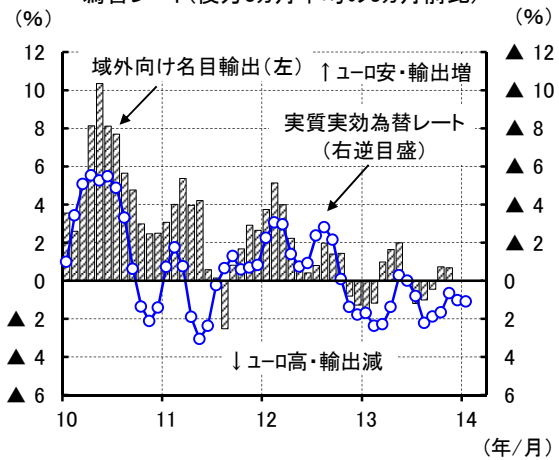
ユーロ圏では、域内需要が低迷するなか、輸出が景気回復の牽引役になることが期待されている。ユーロ圏の輸出とユーロ相場の間には、ユーロ安が進行すれば、輸出が増加していくという関係がみられるだけに、ユーロ高は景気回復の足かせになりかねない(図表 14)。

幸い、今後米国の景気回復と FRB の金融政策の正常化が順調に進んでいけば、米国金利の上昇につれてドル高主導のユーロ安進行が期待できる。もっとも、今後も経常黒字によるユーロ下支えが続くとみられるほか、財務体質悪化により域内金融機関のリスクテイク能力が低下するなか、ユーロ域内から域外への資本流出も低調な推移が見込まれ、大幅なユーロ安は期待できない。

ユーロ圏内では、2008 年にかけての人件費上昇、その後の労働コスト圧縮の動きなどにより、単位労働コストに大きな違いが生じており、同じ通貨を用いているながらも輸出競争力に大きな格差が生じている(図表 15)。労働コストの高止まりが続くフランス、イタリアにとっては、足許では引き続きユーロ高水準といえ、輸出の力強い回復にはつながらない可能性がある。

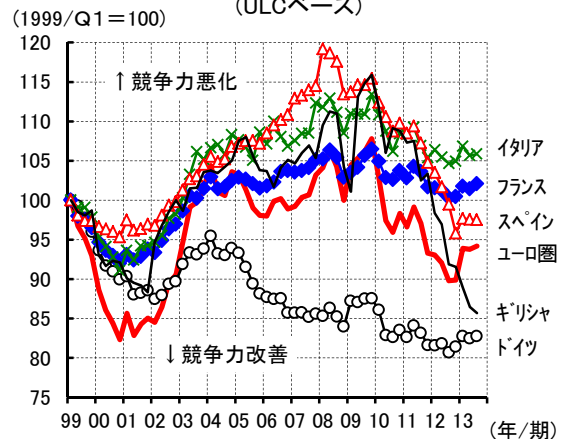
ユーロ圏が通貨高のジレンマから抜け出すためには、ドル高主導のユーロ安進行を単に待つのではなく、域内各国が金融機関の財務体質改善に取り組み、対外証券投資の活発化を促していくと同時に、ドイツの賃上げや財政支出拡大等を起点に域内需要が拡大していくようなメカニズムを構築していくことが必要である。こうしたことを経ないと、今後も景気回復が緩慢にとどまるなかで、ユーロの高止まりが続く可能性があるだろう。

(図表 14)ユーロ圏の域外向け名目輸出と実質実効為替レート(後方3か月平均の3か月前比)



(資料)Eurostat, ECB

(図表 15)ユーロ圏主要国の競争力指数 (ULCベース)



(資料)ECB

(注)ULC(単位労働コスト)は、名目雇用者報酬/実質GDP。