投資のツボ

投資環境を読む

その8

ユーロ相場の変調をどう読むか

「統合通貨ユーロは1999年1月スタート以来の高値更新」といったニュースが相次いだのは今年7月まで。その後この手のニュースは全く聞こえなくなった。ユーロ通貨が調整局面入りしているからだ。

今年に入ってからの、対円で見た米ドルとユーロの相場推移を示したのが図1だ。3月半ばまでにかけて米ドルは対円で急落したのに対し、ユーロは小康状態を保った後、7月にかけて上昇、7月中旬には169円77銭という史上最高値をつけている（東京市場終値）。

ところがその後は一転下落に転じ、本稿を書いている8月26日時点では1ユーロ＝161円台まで下落してきた。今年3月半ばにかけてもユーロは150円台前半まで下げているが、この時には米ドルも対円で大きく下げていた。ところが7月中旬以降のユーロ安はドルが円に対して上昇しているのとは対照的だ。つまり、ユーロは円に対してだけではなく、米ドルに対しても急速に売られているのだ。さて、現在ユーロが置かれている環境をどう読めばいいか。

外貨準備・個人資産で高まるユーロ比率

ユーロと言えば、現在わが国で運用されている投資信託では、断然トップの純資産規模を誇る「グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）」（純資産額5兆6900億円）の資産に占めるシェアは実に41％。これだけで2兆3300億円のユーロ建て資産が保有されている。

これを含め、国内投信全体で保有しているユーロ建て資産の額は債券が6兆1462億円、株式が1兆80億円、その他の金融商品も加えれば計7兆8391億円。これは、米ドルの11兆7445億円に次ぐ水準だ（国内投信が保有する外貨建て資産全体は34兆2863億円＝7月末）。このところほぼ一貫して米ドルよりも短期金利の水準が高かったことに加え、ユーロ相場の順調な上昇に伴い、個人のユーロ建て外貨預金への選好が高かったためだ。

マクロ面で見ても、世界主要国の外貨準備に占めるユーロの比率は上昇の一途をたどり、今年3月末には27％に達している。米ドルのシェアが過去10年の間に70％から63％にまで下がってきたのとは対照的だ。

7月以降のユーロ相場下落のきっかけになったのは、相次いで明らかになったユーロ圏の景気関連指標の急激な悪化だった。ユーロ圏全体の小売売上高は前年比でマイナス1・1％と統計開始以来最悪のデータを示したほか、ドイツIfo景況感指数は6月ならびに7月には急落した。

これに続き、8月7日にはECB（欧州中央銀行）のトリシェ総裁が記者会見で、ユーロ景気について予想以上の悲観的な見通しを明らかにした。さらには、8月14日にはユーロ圏の今年4～6月期の実質GDP伸び率が前期比年率で0・8％減少したことが明らかになった。マイナス成長は99年のユーロ統合以来初めてのことだ。

ユーロ圏経済の急激な失速を考えるに際して、まず図2をご覧いただきたい。これは、人民元が管理フロート制に移行する直前の主要各国通貨の対人民元相場を基準にしてその後の動きをトレースしたものだ。もちろん100（基準）線が人民元だ。これより上は人民元に対して高いことを示す。

まずここで分かるとおり（あるいは多くの報道で知られているとおり）、米ドルは人民元に対して下落一方である。言い換えると、人民元は米ドルに対して着実に上昇してきている。ところが、これとは対照的にユーロは今年3月くらいまでは対人民元で上昇の一途をたどった。

何のことはない。米国から中国への輸出採算は飛躍的に改善しつつある中で、ユーロの対中国輸出に伴う採算は悪化の一途をたどってきたのだ。あるいはユーロを中心に見ると、ユーロはほとんどの通貨に対して上昇してきていたのだ。これではユーロ圏の企業にとっては輸出採算が悪化するのは当然だろう。

3月以降ユーロは人民元に対しても下落しているが、これは強すぎたユーロの是正過程と見ることができる。

図1 変調を来したように見えるユーロ相場

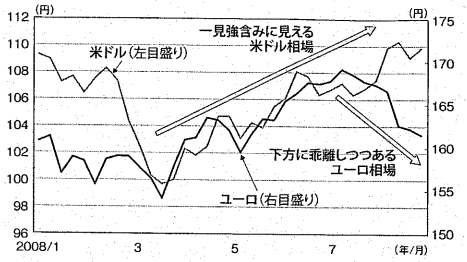


図2 主要通貨に比べて基調的に上げ続けてきたユーロ
（2005年6月を基準とした、元に対する各国通貨の変動率）

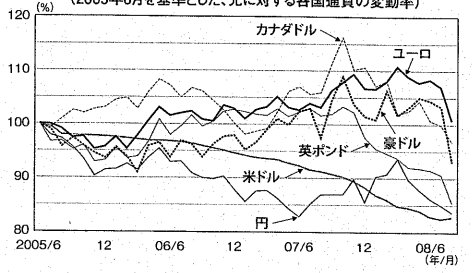
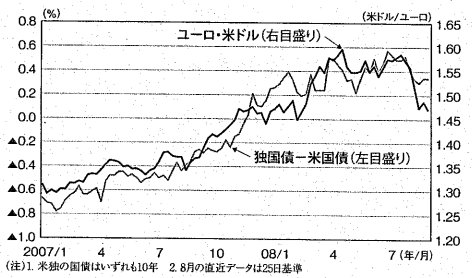


図3 米欧の金利差とユーロ・米ドル相場の間のはっきりとした相関



（注）1. 米独の国債はいずれも10年　2. 8月の直近データは25日基準

金利の引き下げ余地がユーロ下落圧力に

ユーロ相場を読むうえでもう1つ重要な材料になると思われるのが金利動向だ。図3ではユーロ／米ドル相場と米欧の金利差（10年国債、欧州はドイツ国債）の差の関係を示しておいた。ここで分かるとおり、この間にはとてもきれいな相関が働いている。つまり、相対的にユーロの金利が割高になると、ユーロが買われて高くなるという傾向が顕著だ。そして今年6月半ば以降相対的に高かったドイツ国債の利回りの下落率が相対的に大きかったことにより、ユーロは対ドルで急速に下落してきている。

さてこのことは、引き続きユーロ相場を決定する要因として2国間の金利差の動向が重要であることを示している。

本稿の読者はおそらくユーロ相場の行方については最終的には対ドルでの動きではなく、対円での動きに注視しておられるはずだ。ではこれからユーロの対円相場についてはどう見ればいいか。

まず1つは、図2に見たとおり、今年前半までのユーロの独歩高によってユーロ企業の対外競争力は相当鈍化してきたことは明らかだ。この影響はまだしばらく続くだろう。為替面で言えば、もう一段のユーロ安への圧力が加わる可能性が高い。

2つ目の要因は金利。8月以降、世界的規模で金利引き上げ観測は急速に消滅、逆に政策金利の引き下げ公算が大きくなってきている。その象徴が前述のトリシェ総裁の「景気への懸念」発言だ。かねてよりECBは景気後退よりも、むしろインフレ懸念への配慮を優先するとみられていたにもかかわらず、景気への懸念を前面に押し出さざるを得なかった。もちろんその裏には、原油に象徴される国際商品市況が調整局面に入ってきたことがある。

さて、これから世界的に金利が下げられようとする中で、ユーロはどのような立場に立たされているか。日本の政策金利は0・5％、米国のそれは2・0％。これに対してユーロは4・25％。ユーロに比べて日米の利下げ余地はきわめて小さい。つまり、ユーロの方が絶対幅としては利下げの余地が大きい。ということは、「日米」と「ユーロ」の金利差はこれから縮小していく可能性が高い。先に示した図3を思い出してほしい。ユーロの相対的な金利低下はユーロ安につながる。

中長期的には各国外貨準備の通貨選択においては米ドル離れ・ユーロ選好のトレンドは続くと思うが、こしばらくは金利差の変動によりユーロ通貨に対しては下落圧力がかかりがちであろう。

（角川　総一）