



2018年1月12日

## 2018年のユーロ相場をどう見るか

公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

昨年2017年の外国為替市場の主役はユーロであった。主要3通貨の中でドルと円が独自トレンドの形成力にやや乏しい展開となる中、ユーロ相場は春先以降上昇に弾みが付き、9月には一時1ユーロ=1.2092ドルと2015年1月以来となるユーロ高ドル安水準で取引されている。その後一旦調整が入ったものの、11月中旬以降に改めて騰勢を取り戻し、1.19台に乗せて越年。対ドルでの2017年の年間上昇率は14%<sup>1</sup>を超え、G10通貨<sup>2</sup>の中でトップパフォーマーとなった。昨年の外国為替市場は総じて低ボラティリティであったが、そうした中で、上昇軌道に乗ったユーロの動きが際立つ一年となった。

ユーロ買いの勢いは年明け2018年1月初旬も継続し、1月4日には対ドルで1.2089のユーロ高ドル安水準で取引された。筆者は、昨春を起点とするユーロ高の背景は以下で述べる3点に整理できると考えており、昨年のように大きな上昇幅は期待できないものの、ユーロの底堅さは2018年中も続く可能性が高い、と見ている。

図表1 &lt;ユーロドル相場の推移&gt;



出所 Thomson Reuters より IIMA 作成

既述の通り、昨年のユーロ上昇は、4月から9月にかけての第1波（図表1-①）と、その後一旦調整が入ったのち、11月中旬以降から今に続く第2波（図表1-②）の2つ

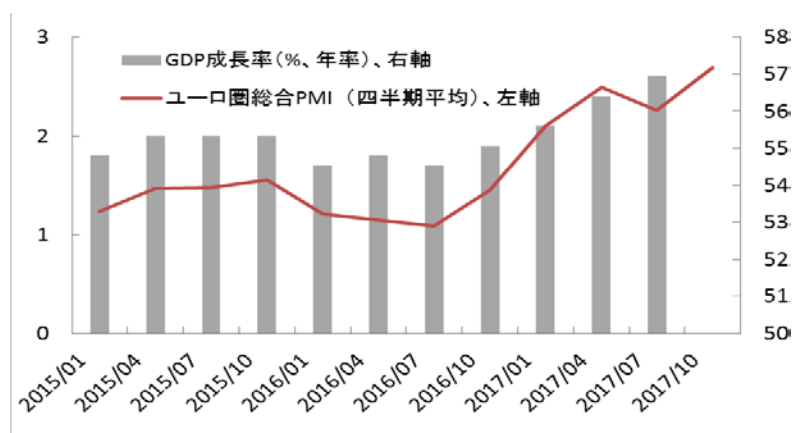
<sup>1</sup> 2017年のユーロ相場の対ドルでの年間上昇率は14.2%であった。取引レンジは高値1.2092（9月）、安値1.0341（1月）。

<sup>2</sup> G10通貨を対ドルでの騰落順（上昇順）に列挙すると次の通り：ユーロ、デンマーククローネ、スウェーデンクローナ、英ポンド、豪ドル、加ドル、ノルウェークローネ、スイスフラン、円、NZドル。

の局面がある。前者の第1波、即ち昨年前半のユーロ高については、オランダ議会選やフランス大統領選・議会選など高い注目を集めたユーロ圏主要国の国政選挙において、反EU・極右勢力の伸長が抑制された「政治リスクの後退」がまず挙げられる。後述する景気好転と相まって、これがユーロの見直し買いを促し、ユーロ高が大幅に進むきっかけとなっていった。特にフランスでマクロン大統領が誕生したインパクトは大きい。ポピュリズムや極右の台頭がEUの求心力低下に長らく拍車をかけてきたが、ユーロ共通予算・財務相創設など統合深化を公約に掲げる大統領が誕生したことでこれに一矢報い、通貨ユーロに対する信認の意味でもゲーム・チェンジャーとなった。英米政治の大混乱・大迷走が反面教師となって、オランダ・フランス・ドイツなどEU原加盟国の有権者が（比較的によ）冷静な判断を下した安堵感は大きく、これもユーロが再評価される素地となったように思われる。

もともと、「政治リスクの後退」以上に、ユーロ上昇に弾みを付けたより本質的な背景は、やはり、「ユーロ圏経済の復活」であろう。2010-2011年の欧州債務危機以降、緊縮財政による景気悪化と慢性的な高失業、更には極右勢力台頭による政治混乱と改革の頓挫などによって、停滞イメージがすっかり定着した欧州経済であったが、ここ数年は徐々に底堅い成長ペースを取り戻している。企業景況感はずドイツを筆頭に過去最高水準での推移が続いており、また、最悪期には12%を超えていた失業率も8%台へと改善。この間、600万人近い雇用が創出されている。

図表2 <ユーロ圏 GDP 成長率と PMI>



出所 Thomson Reuters より IIMA 作成

こうしたユーロ圏の景気拡大も5年目へ突入。回復の初期段階は輸出主導であったために内需に脆弱性が強く残っていたが、最近では雇用改善による消費拡大、及び、企業収益や金融環境の改善を背景とした設備投資拡大など、内需の好循環も成長の牽引役として安定感が高まっている。また、これまではドイツの“一人勝ち”ばかりが目立っていたが、イタリア、スペイン、そしてフランスなど、回復は着実に地域的な広がりを見せている。ユーロ圏 GDP 成長率と相関が高いとされるユーロ圏・総合 PMI (IHS マークイット発表) は2017年平均で56.3を記録。これは2006年以来の高水準であり、依然上昇を続けている直近の推移にも鑑みて、ユーロ圏 GDP 成長率は目先的に下振れよりも上振れしやすい環境にあると言えるだろう (図表2)。

「政治リスクの後退」、「底堅さを増す経済活動」に加えて、ユーロ高の背景にある3つめの要因は、「欧州中銀（以下 ECB）による大規模緩和からの出口戦略」である。今年初めにユーロドル相場が一段高となった背景も、ECB 理事による発言を受けて資産購入の終了時期が早まる<sup>3</sup>との観測が再燃したことなどにあつた模様。もとよりドラギ総裁は昨年6月シントラ（ポルトガル）での講演で、ユーロ圏ではデフレの脅威がリフレに置き換わつたと発言し、政策判断の軸足が超緩和政策からの出口へシフトしていることを巧みに印象付けた。依然好調が続く経済活動とともに、物価指標の上振れ<sup>4</sup>も散見されており、ECBの政策判断を巡る市場参加者の関心は「出口戦略の前倒しの可能性」に集中し続けるだろう。なお、昨年12月にECBが発表した四半期毎のスタッフ見通しでは、実質GDP成長率予想が+0.5%ポイントの大幅上方修正（2018年見通し：1.8%→2.3%）、物価上昇率（同1.2%→1.4%）も+0.2%ポイント引き上げられていた。

こうして概観すると、昨年前半に観察されたユーロ高の第1波は、ユーロに対する期待値が低かつたために発生した“見直しのユーロ買い”であつた一方、昨年11月以降今に続く第2波は、ユーロ圏の景気回復に対する信頼とECBによる出口戦略推進に対する思惑が行き渡つたことによる“やや本気のユーロ買い”と言えるのかもしれない。ユーロは、過去10年で2度の深刻な金融危機に直面し、その存続すら危ぶまれる場面もあつた。この間グローバル投資家はユーロ建て資産をアンダーウェイト<sup>5</sup>に据え置いてきたわけだが、昨年は前年に英米で発生したような極端な政治危機が一旦回避され、また、経済活動の多くがグローバル金融危機以前の水準を回復したことで、株式を中心にアンダーウェイトの修正が大規模に行われた模様である。これにユーロ圏への直接投資の回復も加わつて、ユーロ圏からの純資金流出が縮小し、需給面からユーロを下支えしている。

イタリアやスペイン、そして、ドイツの政局に不安が残るものの、景気回復が期待以上のペースで持続しており、政治面の悪材料に対するユーロ相場への影響は限界的となっている<sup>6</sup>。また、極めて緩慢ながら出口戦略を粛々と進めるECBの方針にも今のところ変化はなく、2018年もユーロ相場の底堅い推移が続く蓋然性が高いと見て良いのではないか。もっとも、米国では年内に少なくとも2、3回の利上げが展望されていること等に鑑みて、この先のユーロの上昇幅はさして大きいものにならないだろう。参考までに、弊所で算出するユーロドル相場の購買力平価は、現在1.24水準<sup>7</sup>に位置している。

以上

<sup>3</sup> 昨年12月30日に一部情報ベンダーが、資産購入プログラム（APP）を延長しない「合理的な可能性がある」とするECBクレー理事の発言を報道。ECBによるAPPの終了目途は目下のところ2018年9月末。また、月間購入額は今年1月より減額（600億ユーロ→300億ユーロ）されている。

<sup>4</sup> 2017年12月のユーロ圏HICPは前年同月比+1.4%に留まったが、ドイツでは同+1.6%と予想を上回る結果となつた。上振れの背景は、石油価格や旅行パック料金の上昇などであつた。

<sup>5</sup> 機関投資家等が資産配分を決定する際に、投資対象となる資産の配分比率を基準（ベンチマーク）となる資産の配分比率より少なく（低く）すること。基準より多く（高く）する場合はオーバーウェイト、基準と同程度にする場合はニュートラルと呼ぶ。

<sup>6</sup> 例えば、昨年12月21日に実施されたスペイン・カタルーニャ州議会選挙では独立派の3政党が僅差で絶対過半数の議席を獲得しているが、ユーロ相場への影響は限定的であつた。

<sup>7</sup> IIMAでは次の3つの物価指標を用いそれぞれ購買力平価を算出しており、その平均値は現在1.2406となっている（カッコ内は購買力平価の直近値）：企業物価（1.280）消費者物価（1.256）、輸出物価（1.186）。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。