

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年9月14日

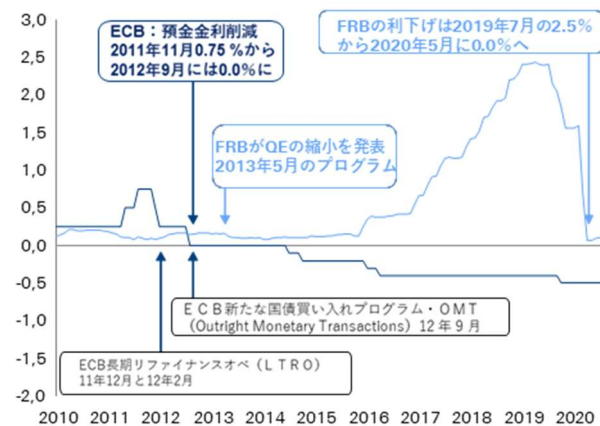
ユーロ相場：対ドル為替レートの不可解な動き

主要通貨は金融市場で自由に取引されており、最も流動性の高い金融資産の一つと考えられます。理論的には、通貨の動向は、両通貨圏の金融政策の将来的な展開や経済の相対的な動向に対する金融市場関係者の期待を歪みなく反映している筈だと考えられますが、実際には、意外にも、その逆が観察されることがあります。

欧州中央銀行（ECB）は2011年末には、持続的かつ包括的な金融緩和政策の道筋を示しましたが、米連邦準備理事会（FRB）は遅くとも2013年5月に、いわゆる「テーパータントラム」で、より制限的な金融政策への長期的な移行を表明したと考えられる為、その頃すでに大西洋の両岸では金融政策にかなりの乖離が見られていたと考えられます。従って、このような状況下では、米ドルが対ユーロで大幅に上昇していた場合のみ、論理的な説明が可能であったと思われる。実際、2014年5月頃にユーロ通貨は1.40ユーロ/米ドルを少々下回る水準で取引されており、ユーロ通貨が1.05ユーロ/米ドル前後で顕著に下落して取引されるようになったのは2015年3月頃のことでした。

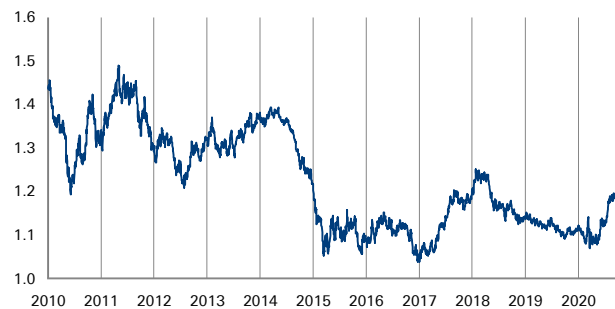
金融政策の乖離は、為替変動が遅行する影響を持つ

政策金利の推移（単位：％）



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH；2020年8月31日現在

ファンダメンタルズに遅行する ユーロ/米ドル為替レート



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH；2020年9月2日現在

通貨関係には不可解なほど長期に亘り、ファンダメンタルズに対する遅行性が見られる

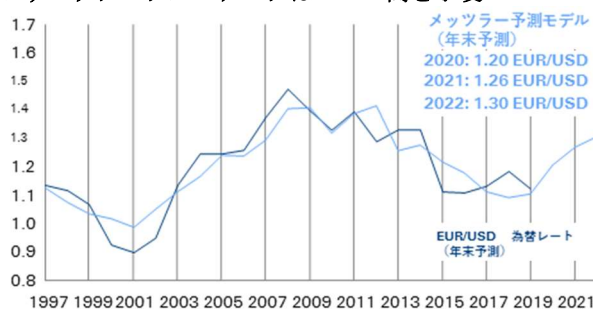
現在、ユーロ/米ドル為替レートには再び同様の現象が観測されています。2019年春、米連邦準備理事会（FRB）は、事前に発表されていた利上げを見送り、2019年7月から主要金利を2.5%から段階的に引き下げて行くとして、金融政策の転換を示しました。これと対照的に、ECBは、2019年9月の中銀預金金利を0.1ポイント引き下げたことと緩やかな流動性措置を行ったことを除き、コロナ危機の発生まで殆ど変化のない金融政策を踏襲していました。

さらに、米国の政府債務は、大規模な減税の結果、2018年には早くも再び増加し始めましたが、ユーロ圏では新型コロナウイルスの流行が始まるまで政府債務は顕著に減少していました。こうした状況下でも、米ドルは2020年5月末頃まで力強さを示し、1.10ユーロ/米ドル以下で取引されており、実際に米ドル安に向けての転換が明確に示されたのはここ数週間程度のことと思われる。

これら二つの意外な観測経験から、ファンダメンタルズが通貨の動きに対してどのような影響を与えるのか検証を行ってみました。これまで、通貨の動きに関する説明要因として、将来のファンダメンタルズデータや現在のファンダメンタルズデータを用いて予測を行ってききましたが、今回の検証結果からは、過去のファンダメンタルズデータだけを用いた場合の方が、予測モデルが遙かに良い結果を示すということが分かりました。このような背景から、過去のファンダメンタルズにおける相対的

な推移、とりわけ 2018 年以降の公的債務の相対的な動向を見れば、メツラーの予測モデルが、将来のユーロ高を示唆していることには妥当性があるのではないかと考えています。それでもなお、なぜ通貨の動きがファンダメンタルズに対して著しい遅延性をもって示されるのかは依然として解明が困難な状況です。

ファンダメンタルズデータはユーロ高を示唆



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH；2020 年 9 月 4 日現在

ECB には緩和的な金融政策が求められるも困難な為、新しいアイデアが必要か

ユーロ圏のインフレ率は 8 月に -0.2% に低下し、長期的なインフレ期待は 1.0% 前後に留まっている為、ECB が当面の間 2% のインフレ目標を達成できない可能性が非常に高くなっていると思われます。通常、このような環境下であれば、ECB は大規模な金融緩和を決断するのですが、既にその余力をほぼ完全に使い切っていると思われる為、ラガルド総裁は、今後の記者会見でユーロ圏各国に対して財政政策の拡大を要求する可能性が高いと考えています。

そこで、今後 ECB が取り得る金融政策として、これまで学術的なアイデアとして議論されてきた以下のような措置も一考に値すると思われます。第一に、中銀預金金利を 0.0% に引き上げることで、商業銀行が余剰資金を ECB に投資することを可能にすること、第二に、ECB は商業銀行が ECB から資金を借りる際のリファイナンスレートを -1.0% 又は -2.0% に引き下げることです。

但し、これには、商業銀行が ECB からの調達資金を企業向けの貸出目的にのみ利用することが条件になると思われ、これが齎す結果として、銀行システムがより安定し、貸出金利が大幅に低下することで、経済全体の需要が喚起されることになると考えています。現時点で、これはあくまでも構想に過ぎないと思われませんが、今後数ヶ月の間に公の場での議論が活発化するか否か見届けて行きたいと考えています。

経済指標は世界貿易の力強い回復を示唆

中国と米国のインフレ率には、7 月に急騰が見られましたが、恐らくこれは一時的なものに過ぎず、現在では目立ったインフレリスクは殆ど無いことが足元の統計上でも示されていると思われま。

また、8 月の米 NFIB 中小企業楽観指数には悪化が見られる為、米国の経済成長率の伸びがフラット化していく可能性が高いと見ています。

今週は、中国とドイツの輸出統計が発表されますが、最近、世界貿易に急速な回復の兆しが見られることは、この両国に恩恵をもたらすと思われ、とりわけ中国にとって恩恵が大きいと考えています。中国政府はこれまで政府支援において、生産サイドを重視してきた為、消費サイドは殆ど支援を受けられず、同国の輸入には殆ど回復が見られませんが、輸出の方は、欧米の消費の力強い回復を背景に堅調な結果が出てくる可能性があると考えています。

今後は、ドイツ、フランス、イタリアの鉱工業生産指数にも市場関係者の注目が集まると思われます。

エドガー・ヴァルク
チーフ・エコノミスト
メツラー・アセット・マネジメント GmbH

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W20-020

メツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会