

MURC Focus

ドル不安の受け皿となっているユーロ

～良好な財政状況や ECB による機動的な政策対応が好感されている可能性～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

○トランプ関税によりドル不安が生じる中で、ユーロが堅調となっている。一方で、ユーロに比べると円相場は軟調だが、両通貨の違いの背景には、財政状況に関する投資家の評価の違いがあると考えられる。

○ユーロ圏の場合、財政状況は日本に比べると良好であるし、ECB の機動的な政策対応も見込まれる。そのため、ユーロ圏各国の国債であり通貨ユーロは米ドルの「受け皿」になっている可能性がある。

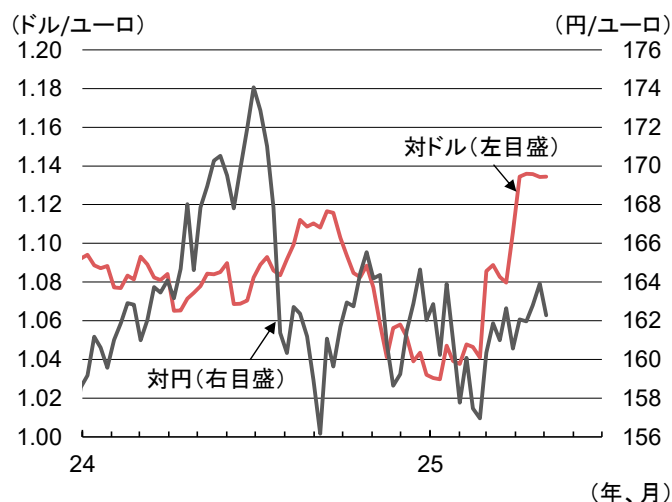
○トランプ関税に伴うドル不安が長期化の様相を呈する中で、通貨ユーロは、円以上に米ドルの「受け皿」として機能し続けるだろう。

1. 利下げでも買われるユーロ

トランプ関税によりドル不安が生じる中で、ユーロが堅調となっている。4 月 1 日の対米ドル相場は終値で 1 ユーロ＝1.0793 米ドルだったが、3 日に米トランプ政権が「相互関税」の詳細を発表すると、1.1050 米ドルまでユーロ高が進んだ。その後、21 日の相場で 1.1513 米ドルまでユーロは買われたが、30 日の相場で 1.1329 米ドルまで下落した。それでも月間の相場の上昇率は 5.0%と、約 15 年ぶりの高水準だった(図表 1)。

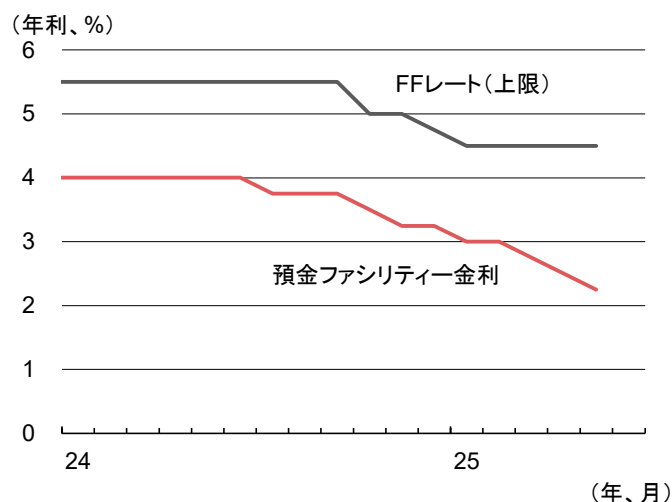
欧州中銀(ECB)はこの間の 17 日に政策理事会を行い、政策金利(預金ファシリティー金利)を 0.25%引き下げ、年 2.25%とした(図表 2)。ECB による利下げは 6 会合連続となった一方で、米連銀(FRB)は政策金利(FFレート)を 2024 年 12 月以降、年 4.25～4.5%で据え置いている。金利差が拡大しているにもかかわらずユーロ高が進んでいることを、ECB のクリスティーヌ・ラガルド総裁は「直観に反する」と評価した。

図表1. ユーロ相場



(注) 週次
(出所) 欧州中銀(ECB)

図表2. 欧米の政策金利の推移



(出所) ECB、米連銀(FRB)

一方で、日本円も米ドルに対して買われており、4月1日の終値で1米ドル=149.61円だったのが、21日の相場では140.85円まで円高が進んだ。翌22日には取引時間中に139円台(139.88円)まで円高が進んだものの、その後は140円台に戻し、30日の相場では終値で143.07円となった。月間の上昇率は4.6%だったが、翌5月1日には終値で145.44円まで円安が進んだ。

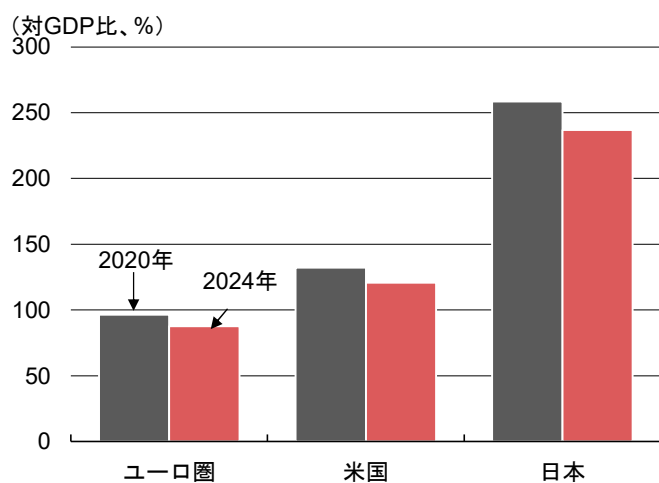
日銀は5月1日まで開いた金融政策決定会合で、政策金利を年0.5%に維持したうえで、先行きの経済と物価の見通しを下方に修正した。5月1日の円安の理由は、日銀の年内の追加利上げ観測が萎んだことがある。利下げにもかかわらずユーロが堅調なことに比べると、円は軟調に見受けられる。両通貨の違いの背景には、財政状況に関する投資家の評価の違いがあると考えられる。

2. 投資家はユーロ圏の財政状況を好感した可能性

投資家はトランプ関税で米国に対する不信感を高めており、米国債並びに米ドルの「受け皿」となる安全資産を探している。そこでユーロ圏の財政状況を好感した投資家がユーロ圏の国債を購入したことが、ユーロ高につながっていると考えられる。実際に国際通貨基金(IMF)によると、ユーロ圏の公的債務残高は、最新2024年時点で名目GDP(国内総生産)の87.7%と、最悪期の2020年(96.5%)から縮小している(図表3)。

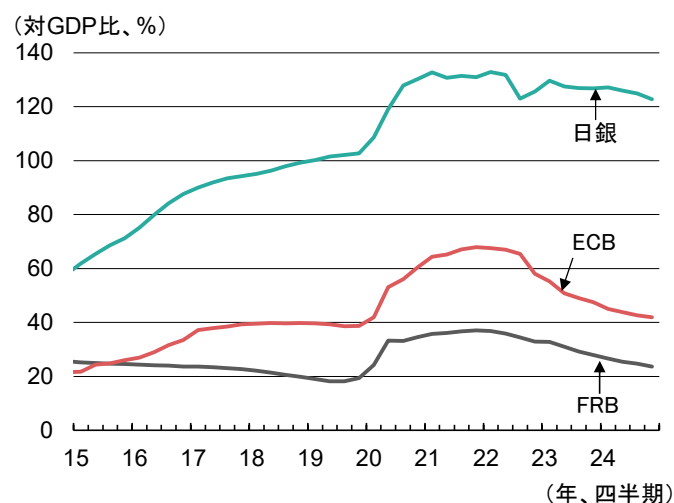
またユーロ圏の場合、ECBのバランスシートも圧縮が進んでいるため、各国の国債金利が急騰してもECBによる国債の機動的な買い支えが見込める(図表4)。対して、日本の公的債務残高は2024年時点でも名目GDPの236.7%と世界的に突出しており、日銀のバランスシート圧縮も限定的である。ゆえに投資家は、日本よりユーロ圏各国の国債を安全資産として好んで購入しており、その結果、ユーロも堅調になっていると判断される。

図表3. 欧米日の公的債務残高



(出所) 国際通貨基金(IMF)

図表4. 各中銀のバランスシート



(出所) ECB、FRB、日銀

なお主要格付け会社による日本国債の格付けは軒並みシングル A 格レベルであり、あと 2～3 ノッチ引き下げられると、BBB 格レベルとなる。一般的に BBB 格の国債は投資適格ではあるものの、欧米の機関投資家の中には投資対象から外しているところもある。国債の格付けが BBB 格レベルに引き下げされた場合、投資対象から外している機関投資家は、国債を自動的に売ることになる。

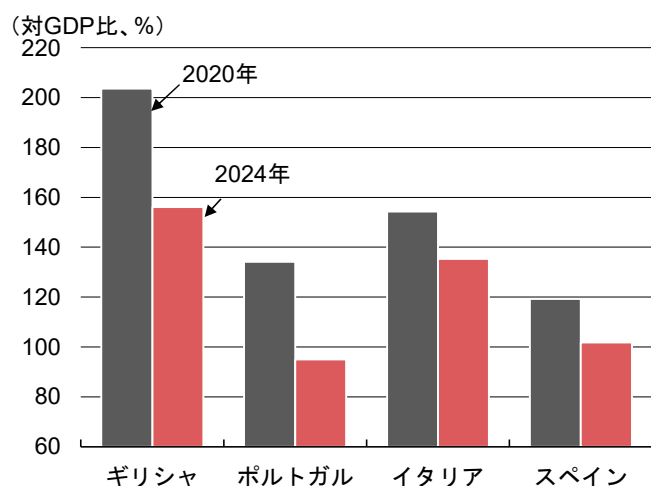
日本では今夏の参院選を見越して与野党ともに消費減税を訴える動きが活発化しており、財政状況のさらなる悪化が懸念されるところとなっている。そのため投資家は、格下げリスクのある日本国債よりもユーロ圏各国の国債の方が安全であると判断している可能性がある。またすでに日本の国債の 1 割以上を海外の投資家が保有している現状に鑑みれば、格下げに伴い資本流出が生じた場合に日本の国債市場が混乱する危険がある。

3. GIPS 諸国の債務残高水準も着実に低下

他方でユーロ圏では、かつて GIPS あるいは PIGS と呼ばれた重債務国（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン）でも財政の健全化が進んでいる。特にギリシャの改善は目覚ましく、最悪期である 2020 年から 24 年の間、公的債務残高の名目 GDP 比は 203.6%から 156.1%と約 50%ポイントも圧縮された（図表 5）。またポルトガルも良好で、この間に公的債務残高の名目 GDP 比は 134.1%から 94.9%と約 40%ポイント圧縮されている。

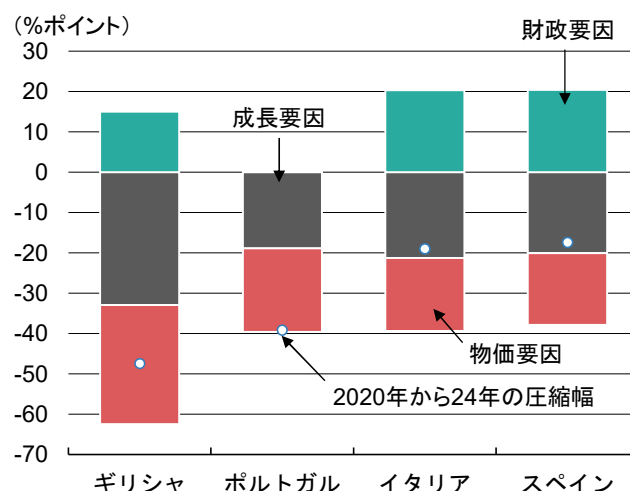
公的債務残高水準の圧縮は高インフレによるところが大きいものの、ギリシャの場合は経済成長の加速によるところも大きく、これは構造改革に努めて着実に経済の成長力を向上させた賜物といえる（図表 6）。またポルトガルの場合は起債そのものを手控えることで、財政再建に弾みをつけている。いずれの国も公的債務残高の名目 GDP 比を 60%以内とする欧州連合（EU）の財政基準には満たないが、財政再建そのものは進んでいる。

図表5. GIPS 諸国の公的債務残高



（出所）ユーロスタット

図表6. 公的債務残高削減の要因分解（20/24年）



（注）物価要因は GDP 物価指数、成長要因は実質 GDP、財政要因は公的債務残高の変動をそれぞれ意味する

（出所）ユーロスタット

他方、ドイツでは財政拡張に向けた機運が高まっている。とはいえ、それまでの財政運営が硬直的だった同国の場合、機動的な財政出動によって低迷が続く景気の回復に弾みがつくと期待されている。またフランスの財政にも政治面から拡張圧力がかかっているが、総じて評価すれば、ユーロ圏の財政状況は日本に比べると良好であり、ゆえにユーロ圏各国の国債や通貨ユーロはドル不安の「受け皿」になっているのだと考えられる。

4. ユーロは堅調な地合いへ

3月までのユーロ高は、財政拡張期待に伴うドイツ国債の金利上昇を受けたものだった。とはいえその金利上昇は、基本的にロシアを念頭に置いた防衛体制の強化に伴う財政出動期待を反映した現象であり、いわば「悪い金利上昇」としての側面が強かった。そのためユーロ高の持続性は低いと考えられたが、4月以降はユーロ高の要因がトランプ関税に端を発したドル不安に変化している。

7月になると、フランスで議会の解散が可能となるため、参院選を控える日本と同様に政治リスクが意識され、それがユーロ相場の重荷となる可能性がある。とはいえ、それでもユーロ圏の財政状況は日本に比べると健全である。トランプ関税に伴うドル不安が長期化の様相を呈する中で、通貨ユーロは、円以上に米ドルの「受け皿」として機能し続けるだろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。