

# ユーロ安とECBの金融政策

## Topics

- ▶ 外国為替市場では、ユーロ安が急激に進む。ユーロ安の主な要因として、FRBの利上げに伴う米欧金利差の拡大が挙げられ、今後もユーロ/ドルは軟調な推移が見込まれる。
- ▶ ユーロ圏はエネルギーの多くを輸入に依存しているため、ユーロ安による輸入物価の上昇は消費者物価の上昇につながる。足元、ユーロ圏の名目実効為替レートは前年比で約5%下落しているため、向こう1年間の消費者物価は約0.35%押し上げられる可能性がある。
- ▶ ユーロ安の進行やECB高官の発言などから、市場が織り込む利上げの終着点も高まっている。筆者は来  
**エコノミスト 門脇 大知**  
年2月までに合計1.50%の利上げを見込む。

## ユーロは対ドルで下落

2022年の外国為替市場では、ユーロ安が急激に進んでいます。2022年1月3日（年初）の終値は、1ユーロ＝1.13ドル近辺でしたが、7月13日には1ユーロが1ドルの価値を下回る「パリティ（等価）割れ」まで下落し、2002年12月以来の低水準となりました。足元は、下落は一服していますが、パリティ前後での推移が続いています。

現在のユーロ安の主な要因として、FRB（米連邦準備理事会）の利上げに伴う米欧金利差拡大が挙げられます。米国では高インフレを抑え込むため、利上げを積極的に進めています。一方、ECB（欧州中央銀行）も金融政策正常化を進め、独金利も上昇していますが、米国の利上げペースの方が早いため、金利差が拡大しています。

ユーロ/ドルは米独金利差に連動する動きとなっています。米独2年国債の金利差とユーロ/ドルレートの関係をみると、金利差が拡大するにつれて、ユーロが対ドルで下落する傾向がみられます（図表1）。ロシアからのガス供給削減に伴うエネルギー価格の高騰など欧州景気の悪化懸念なども鑑みれば、今後もユーロ/ドルは軟調な推移が見込まれます。

## ユーロ安による物価への影響

ユーロ安の進行は、物価にも大きな影響を与えています。ユーロ圏の8月の消費者物価は、前年比+9.1%と過去最大の伸び率となっており、エネルギーの上昇がインフレの主因となっています。ユーロ圏はエネルギーの多くを輸入に依存しているため、エネルギーなどコモディティ価格の高騰だけでなく、ユーロ安による輸入物価上昇も消費者物価の上昇につながります。

ユーロ圏の消費者物価と名目実効為替レートの相関係数を算出してみると、相関関係が高いことが分かります。また、消費者物価とエネルギー、名目実効為替レートを重回帰分析すると、名目実効為替レートが1%下落すると、同時期の消費者物価が約0.21%上昇すると試算されます。

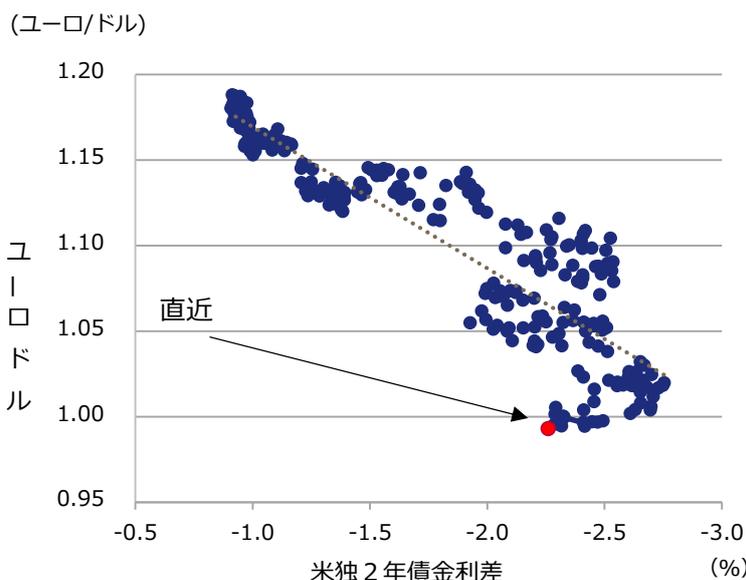
なお、古い分析になりますが、ECBが2007年にユーロ安について分析したワーキングペーパー「The Impact of Exchange Rate Shocks on Sectoral Activity and Prices in the Euro Area」では、1%のユーロ安は1年後のインフレ率を約0.07%押し上げるとの試算を示しています（図表2）。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米独金利差とユーロ/ドルレートの関係



期間：2021年9月1日～2022年9月5日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 名目実効為替レートと消費者物価の関係

### 筆者の重回帰分析結果

重決定 R2	0.67	
	係数	t 値
切片	0.017	8.229
ガス	0.004	3.246
原油	0.014	2.505
名目実効為替レート	-0.211	-4.432

期間：2017年1月～2022年7月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：消費者物価、ガス、原油、名目実効為替レートは前年比を使用

### ECBのワーキングペーパーにおける試算 (%)

	1四半期後	4四半期後	8四半期後
ユーロ圏HICP	-0.03	-0.07	-0.14

出所：ECBの資料（The Impact of Exchange Rate Shocks on Sectoral Activity and Prices in the Euro Area）より、アセットマネジメントOne作成

注：1%の名目実効為替レート上昇によるHICP前年比への影響 (%)

ECBの試算に基づけば、ユーロの名目実効為替レートは8月29日時点で前年比で約5%下落しているため、向こう1年間の消費者物価は約0.35%押し上げられると試算されます。なお、ECBは2004年に政策金利変更による消費者物価への影響についても分析しており、そこで示されたECB's Area-Wide Model (AWM) によれば、上記0.35%の物価上昇の影響を打ち消すためには、約2.3%の利上げが必要となります。

## ユーロ安に対するECBの姿勢

ECBの各メンバーもユーロ安によるインフレへの影響に警戒感を示しています。ビルロウドガロー・フランス中銀総裁は、5月にユーロ安は物価をECBの目標まで下げる取り組みを脅かす可能性があるとして指摘しています。また、レーン・フィンランド中銀総裁は、ジャクソンホールでのインタビューで「ECBが為替レートを注視しているのは確かであり、金融政策の決定において、為替は既に重要な検討事項だ」と述べています。

ECBの7月会合の議事要旨でも、「特にドル建てで取引されるエネルギーの輸入コスト増加を通じて、ユーロ圏のインフレ圧力が高まる」と指摘しており、ECBがユーロ安によるインフレ圧力を懸念していることがうかがえます。また、ラガルドECB総裁も7月会合後の記者会見で、「ユーロ安が大幅な利上げ決定の一因となった」と説明しており、ECBの金融政策決定においてユーロ安が考慮されていることが分かります(図表3)。

## 今後のECBの利上げについて

ユーロ安の進行やインフレ率の上振れなどに加え、足元では欧州各中銀総裁の利上げに積極的な発言が相次いでいました。9月会合でも、声明文で「インフレ率をECBの中期目標である2%に戻すことを確実にする水準への移行を前倒しで進める」として、0.75%の利上げとなりました。

中立金利水準について、ラガルド総裁は記者会見で「現在地が中立金利ではない」との言及のみで、中立金利の水準については依然として明確にいません。また、ターミナルレート(利上げの終着点)についても分からないとして明言を避けています。一方、スワップ市場が織り込む今般利上げの終着点は高まっています。7月会合後のスワップ市場は1.25%程度までの利上げを織り込んでいましたが、9月6日時点では来年中に2~2.25%程度までの利上げが織り込まれています(図表4)。これまでECBは中立金利の水準を明確には示していませんが、ECB各メンバーの発言によれば、中立金利の水準の想定が1~2%である旨が示されているため、引き締め領域までの利上げも織り込まれつつある状況です。

こういった状況下、筆者は高インフレに対するECBメンバーの警戒感の強まりやユーロ安の進展などを考慮して、今後経済が停滞したとしても、ECBは利上げを継続的に進めていくと考えています。そのため、預金ファシリティ金利を10月に0.75%、12月に0.50%、23年2月に0.25%引き上げ、23年2月が今のところ最後の利上げと見込んでいます。

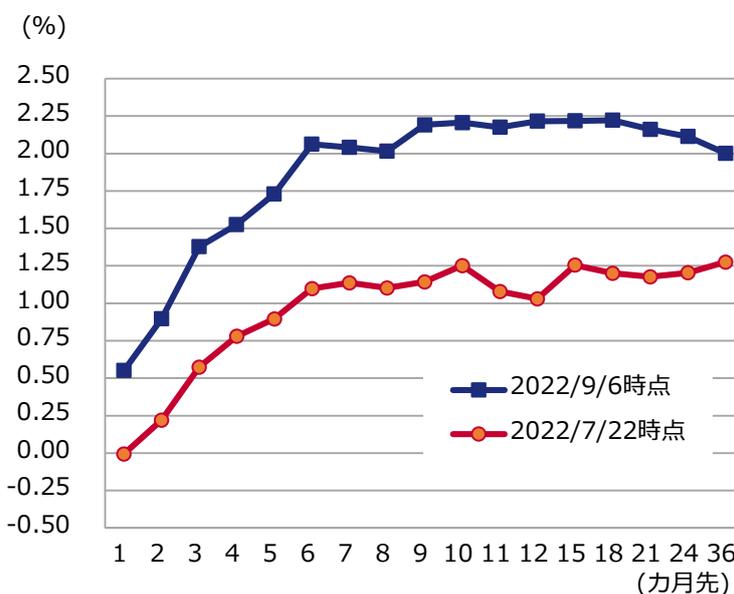
ただし、ガス不足の経済への影響が深刻になるリスクが高まった場合やインフレ期待が急激に低下した場合などには、ECBは利上げを中断する可能性も排除できないため、今後の動向が注視されます。

図表3 最近のECBメンバーの主な発言(要約・抜粋)

ビルロウドガロー フランス中銀総裁 (2022/5/16)	・(ユーロ安は)輸出企業の後押しになるため経済活動には朗報だが、インフレをやや押し上げる ・為替レートはわれわれが設定するものではないが、インフレに意味を持つため注視している
ラガルドECB総裁 (2022/7/21)	ユーロ安が大幅な利上げ決定の一因となった
デギンドス副総裁 (2022/7/29)	ユーロ安は高インフレの一因となっている。先週の討議では当然、為替レートも考慮した。インフレの動向に影響を及ぼすことは分かっている
シュナーベル ECB専務理事 (2022/8/18)	・持続的な為替レートの変動は、インフレ見通しに影響を与えるため、金融政策にとって重要である ・ユーロ圏のエネルギー輸入の大部分はドルで請求されるため、エネルギー価格のショックに直面した場合、さらに重要となる
ECB議事要旨 (2022/8/25)	特にドル建てで取引されるエネルギーの輸入コスト増加を通じて、ユーロ圏のインフレ圧力が高まる
レーン フィンランド中銀総裁 (2022/8/28)	ECBが為替レートを注視しているのは確かであり、金融政策の決定において、為替は既に重要な検討事項である

出所: 各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 スワップ市場が織り込む政策金利水準



出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注: ESTR (Euro Short-Term Rate) スワップ市場から算出。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。