

市川レポート (No.46)

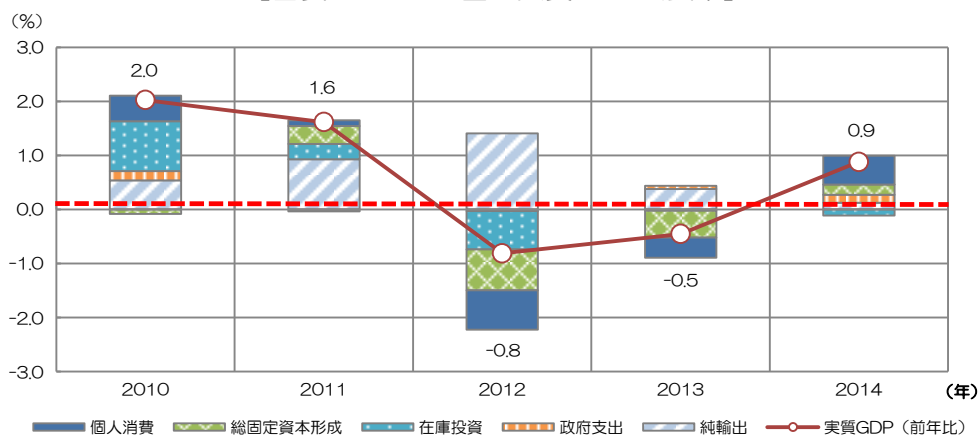
マクロ経済見通しを踏まえたユーロ圏金融市場の展望

4月1日付および3日付のレポートでは、「ユーロ圏経済の要点整理と今後の見通し」と題し、個人消費や企業の生産活動に焦点をあててお話しをして参りました。今回はその総括として、マクロ経済の見通しを踏まえ、金利、株式、為替が今後どのような動きになるのか、ユーロ圏の金融市場の先行きを展望します。

2015年の経済成長率は前年比+1.0%台前半へ

これまで確認してきた通り、ユーロ圏では物価の低下により実質所得が増え、消費の持ち直し傾向が鮮明になっています。ただ消費の拡大が持続するか否かは、雇用の一段の改善とそれを通じた賃金の増加が実現できるかに左右されると思われます。一方、今年に入り企業景況感の改善と生産活動の拡大がみられますが、景況感の改善は国や業種でまだら模様となっています。ただ輸出の伸びや銀行貸し出しの増加が確認されており、今後企業の生産活動や設備投資は比較的緩やかなペースで持ち直すと思われます。これらを勘案すれば、ユーロ圏経済はこの先底堅い成長が見込まれます。ユーロ圏の実質GDP成長率は2012年、2013年と前年比でマイナス圏に沈みましたが、2014年は前年比+0.9%まで回復しました（図表1）。2015年は同+1.0%台前半の水準は達成できる可能性が高いと思われます。

【図表1：ユーロ圏の実質GDP成長率】

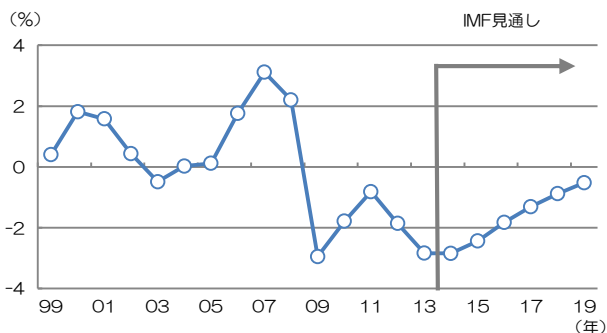


(注) データ期間は2010年から2014年。各構成項目は奇与度。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

物価は下がりやすい環境にあり、ECBの量的緩和は長期間継続へ

経済全体の総需要と供給力の差を需給ギャップといいます。総需要が供給力よりも小さい場合、需給ギャップはマイナスとなり、物価は下落しやすくなります。国際通貨基金（IMF）はユーロ圏の需給ギャップについて、マイナスでの推移がこの先数年続くと予想しています（図表2）。ユーロ圏の経済成長ペースがここから加速した場合でも、需給ギャップのマイナスを短期間で解消するほどの力強さはないとみられ、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和（QE）はかなり長期にわたって継続されると思われます。ECBは3月9日より国債などの買い入れを開始しました。金額は月600億ユーロで、物価の目標達成が見通せるまで行われますが、当面の期限は2016年9月末に設定されています。2月末時点におけるECBの総資産残高は約2.2兆ユーロでしたので、毎月600億ユーロずつ資産を購入していけば、2016年9月末の総資産残高は約3.3兆ユーロと約1.5倍に膨れ上がる計算になります（図表3）。

【図表2：ユーロ圏の需給ギャップ】



(注) データ期間は1999年から2019年。2014年以降は2014年10月時点のIMF見通し。
 (出所) IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表3：ECBの総資産残高】



(注) データ期間は2011年1月から2016年9月。2015年3月以降は総資産残高が毎月600億ドルずつ増加した場合の見通し。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

国債利回り低下の動きは継続的に広がる可能性も

ただ日米の先行事例をみても明らかとなおり、総資産残高の増加は必ずしも物価の持続的な上昇につながるとは限りません。しかしながら株式などの資産価格は取引参加者の「期待」を大きく反映する性質があるため、金融市場はQEに対し、株高、通貨安、金利低下で反応する場面が比較的多くみられたこともまた日米の先行事例が示しています。図表4はユーロ圏主要国の国債利回りについてECB

がQE導入を発表する前日の1月21日時点と4月2日時点の変化をみたものです。欧州の国債市場ではECBのQE実施に伴い、より多くの国々でより長い期間の国債利回りが低下していることが分かります。この動きは今後も継続的に広がる可能性は考慮すべきと思います。

【図表4：ユーロ圏主要国の国債利回り】

	2年	5年	7年	10年
ドイツ	-0.17	0.04	0.16	0.52
オーストリア	-0.13	0.05	0.21	0.54
フィンランド	-0.12	0.08	0.22	0.59
オランダ	-0.08	0.07	0.21	0.56
ベルギー	-0.04	0.17	0.43	0.80
フランス	-0.08	0.14	0.33	0.70
スペイン	0.34	0.82	1.11	1.53
イタリア	0.38	0.79	1.28	1.69

	2年	5年	7年	10年
ドイツ	-0.25	-0.09	-0.01	0.19
オーストリア	-0.22	-0.01	0.05	0.27
フィンランド	-0.18	0.00	0.09	0.33
オランダ	-0.20	-0.03	0.15	0.37
ベルギー	-0.17	0.02	0.21	0.46
フランス	-0.17	0.07	0.21	0.49
スペイン	0.03	0.52	0.84	1.22
イタリア	0.19	0.54	0.94	1.30

(注) データは2015年1月21日時点。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

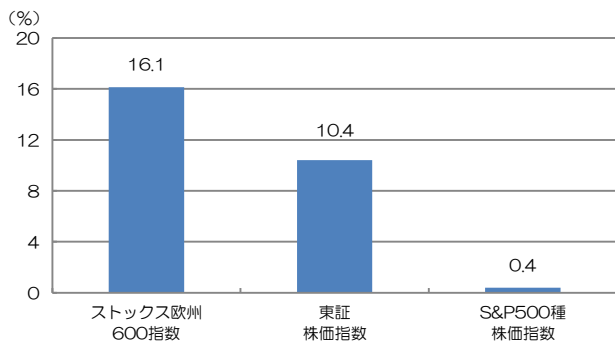
(注) データは2015年4月2日時点。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ユーロ圏は株式投資にとって良好な環境にあると思われる

ユーロ圏では①金融政策が超緩和的で、②財政政策も2015年は若干ながら緩和的になるとの見方

もあり、③経済は底堅い成長が見込まれていることから、株式投資にとって良好な環境にあると思われます。図表5は日米欧の主要株価指数について年初からの上昇率を比較したのですが、実際に欧州株は大きくアウトパフォーマンスしています。①～③の条件は大きく変更されない限り、株価にとって力強い支援材料になるとみています。なお域内のリスク要因としてはギリシャ向け金融支援問題が挙げられます。ギリシャが財政改革案リストの詳細について欧州連合（EU）側と合意する期限が4月30日、金融支援の延長期限が6月30日となっているため、進捗を巡る思惑からこの先株式相場が不安定な動きを強める恐れもあります。

【図表5：日米欧株価指数の年初来騰落率】



(注) データは2015年4月2日までの年初来騰落率。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

為替市場はドル主導の展開だが、対ドル、対円ともユーロ安方向の動きに注意

最後にユーロ相場について解説します。現在為替市場ではドル主導の展開が続いており、米国で弱めの経済指標が発表された場合、米利上げ開始時期が遅れるとの見方からドルが主要通貨で全面安となり、逆に経済指標が予想を上回ればドルが主要通貨に対し買い戻されるという動きになっています。ユーロは3月16日に1ユーロ=1.0458ドル水準の安値をつけた後上昇に転じ、1.10ドル台の定着を試しつつあります。これは「ユーロ高」というよりも、3月17日、18日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）がハト派的な内容だったことや、4月3日に発表された3月米雇用統計が予想を下回る内容だったことから、早期利上げ観測の後退による「ドル安」によるものと考えられます。そのため市場の関心が米国に向いている間は、ユーロドルは米国の利上げ時期を巡る思惑によって高下する展開が予想されます。一方ユーロ円は、日銀の次なる一手などの新たな材料待ちでドル円がやや方向感を失っているなか、ユーロドルに連れた動きが強まる可能性があり、この先1ユーロ=130円を挟んで上下5円程度の振れは十分予想されます。ただECBによる積極的なQEやギリシャ問題はユーロ安要因であるという基本的な見方に変わりはありませんので、対ドル、対円ともにユーロ安方向への動きにはより注意が必要と思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会