みずほマーケット・トピック（2014 年 8 月 18 日）

ユーローショートカバーに備える地合い～3 つの契機～

ロシア・ウクライナ問題に絡めて最も売られやすい主要通貨であるユーロに関し、足許では下げ渋りが見られる。理由は 1 つではないだろうが、投機筋の売り持ち高が 2 年ぶりの水準まで膨らむ中、下値を攻めづらい雰囲気が出来つつある可能性はある。斯かる状況下、悪材料の出尽くしが意識されると共にショートカバーが誘発される展開には留意したいところ。目先考えられる、ユーロショートカバーの契機としては①ロシア・ウクライナ問題の緊張緩和、②良好なユーロ圏経済指標、③予想を下回るターゲット型長期流動性供給（TLTRO）の応札額の 3 つが考えられる。①や②の可能性が高いとは言えないが、③については要注意。第 1 回 TLTRO 入札日は 9 月 18 日。

～引き続きロシア・ウクライナ問題が円買いを主導～

先週末の為替相場もロシア・ウクライナ問題を巡って危機ムードが高まる状況下、円やスイスフランが買われており、円は対ドルで 102.13 円、対ユーロでは 136.78 円をつけている。ウクライナ大統領府は、15 日（金）、ウクライナ領内に入ったロシア軍の装甲車両をウクライナ軍が攻撃したことについて、ポロシェンコ大統領がキャメロン英首相に報告したと発表している。しかし、ロシアはこれに対してウクライナ領内への侵入を否定しており、事態は明らかに良い方向に向かっていない。

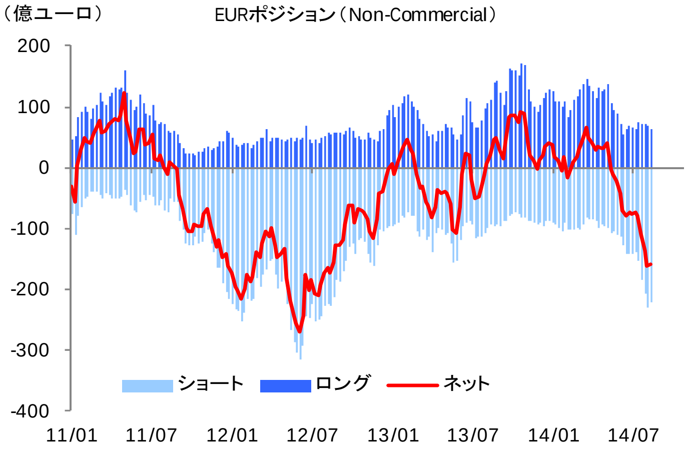
～下げ渋るユーロ相場～

なお、同問題に絡めて最も売られやすい主要通貨であるユーロについては下げ渋りが見られる。15 日（金）のユーロ相場は対円でこそ売られたものの、対ドルではむしろ買われた。過去の本欄[1]でも議論したように、筆者は「地政学リスクでユーロ売り」の持続性を過信することは危険と考えている。繰り返し述べているように、地政学リスクを受けてユーロ圏内から圏外へと著しい資金流出が発生している証拠は（今のところ）なく、むしろドイツを筆頭としてユーロ圏各国の国債金利が低下の一途を辿っている事実を踏まえれば、「圏内においてリスク資産から安全資産に資金がシフトしている」程度の解釈に留めるのがフェアではないかと推測される。「地理的に近いユーロが売られるのは必然」という解説は直感的には腹に落ちるものの、必ずしもそうした直感に従った実際のフローが存在するとは限らない。ファンダメンタルズで最も劣後してきた円が最も高いパフォーマンスを維持してきた金融危機後の相場はその証左である。

ここにきてユーロ相場の下げが鈍っている背景には、元より経常黒字とディスインフレという構造的な通貨高要因が土台にあることは当然として、従前までの下げを主導してきたのがあくまで投機的な売りであり、そのショートカバーが入りやすいという点は重要かと思われる。「地理的に近いユ

1　本欄 2014 年 6 月 9 日号『ECB にまつわる 3 つの「分かり難さ」』や同 6 月 18 日号『ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較』などをご参照下さい。そのほか、ロイター外国為替フォーラム『「円化」進むユーロ、欧州発の売りはいつ出るか』などもご参照下さい。

ーロを必然的に売る」という直感的な動きは、例えば IMM 通貨先物取引におけるユーロの売り持ち高などに現れる。8 月 12 日時点の IMM 通貨先物の非商業（投機）部門の取組状況を踏まえると、ユーロの売り持ち高は 157.5 億ユーロ（210.6 億ドル）に達しており、2012 年 7 月以来の高水準であった先週と比べればやや縮小したものの、依然としてその水準は高い（図[2]）。投機的取引ゆえ、当然どこかで反対売買が行われる必要があるわけで、悪材料の出尽くしが意識されると共にショートカバーが出やすい地合いになっている可能性は留意したい。思えば、先週はユーロ圏 4～6 月期 GDP（速報値）の悪い内容を受けてもさほどユーロは売られなかったが、これも投機筋の売り持ち高が 2 年ぶりの水準まで膨らむ中で、下値を攻めづらい雰囲気が寄与したのかもしれない。



（資料）CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

～ユーロショートカバー、考えられる 3 つの契機～

とはいえ、ロシア・ウクライナ問題が燻っている間は、「売りが積み上がっている」という理由だけで買い戻しが積極化することも難しいだろう。10 月には FRB の tapering が終了することを踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。目先、ショートカバーの契機としては何が考えられるだろうか。現段階では、例えば①ロシア・ウクライナ問題の緊張緩和、②良好なユーロ圏経済指標、③予想を下回るターゲット型長期流動性供給（TLTRO）の応札額の 3 つが考えられる。

今回のユーロ相場下落の主因がロシア・ウクライナ問題に絡めた地政学リスクの高まりに求められることが多い以上、①は相場反転の契機として最も分かりやすい。端的にはプーチン・ロシア大統領がウクライナ東部を手放す決断を下すか否かという論点になるが、ロシアによるウクライナ東部支援についてはロシア国民からも相応に支持されている模様で、「ウクライナを手放すこと≒プーチン大統領の支持低下」といった論調も散見される。仮に、そうした専門家の論調を重視するのであれば、安易な撤退はやはり想定し難く、①の可能性は今のところ高くないように思われる。

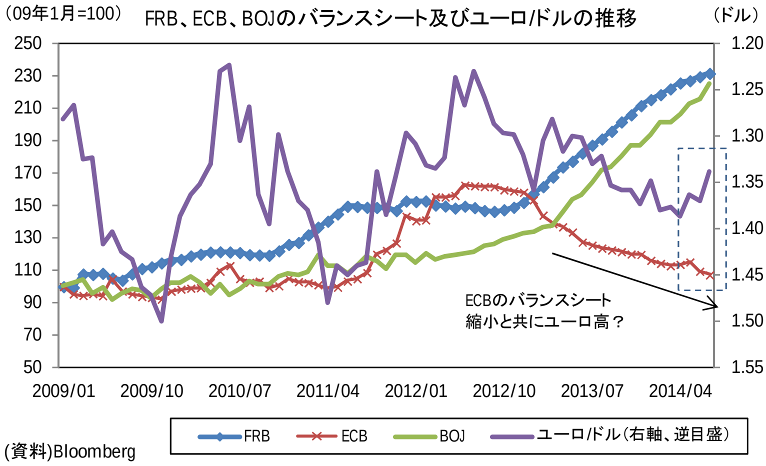
また、最近のユーロ相場下落の背景にはユーロ圏の実体経済が再び二番底に陥り、ECB が追加緩和を余儀なくされるのではないかとの思惑も効いていそうである。だとすれば、②も比較的分かりやすいショートカバーの契機と成り得る。だが、既にロシア・ウクライナ問題が足許のソフトデータだけではなくハードデータにまで及び始めている事実を踏まえれば、これも①と関連する論点である（最近のデータを踏まえれば 7～9 月期 GDP の仕上がりも芳しいものにはなりそうにない）。ラフに言えば、「②に至るかどうかは①次第」であり、だとすれば、この可能性もあまり高そうではない。

～やはり難所は TLTRO 入札か？～

目先、最もショートカバーの契機になりそうなものとしては、やはり③に注目したい。第 1 回 TLTRO

2 本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向（2014 年 8 月 12 日時点）』をご参照下さい。

の入札日は 9 月 18 日であり、現状では 2500 億ユーロ程度の需要を予想する声があるが[3]、果たしてそれほどの応札額が集まるかどうかは今のところ不透明である。ドラギ ECB 総裁は TLTRO への旺盛な需要を期待している様子だが、応札額の多寡は供給した金額の用途をどれだけ厳格に監視するかに依存するだろう。この点、ドラギ総裁は、6 月段階では厳格な監視（monitor）への意欲を口にしているが、ユーロ圏の民間向け貸出残高が過去 2 年に亘って前年実績を割り込んでいることを踏まえると、「貸出のネット増加分しか供給しない」という原則の下でどれほど大きな需要を集められるのかはやはり確信が持てない。また、仮に–意図的にしろ、非意図的にしろ–「抜け穴」を作った場合でも、一部で囁かれるキャリー取引がどの程度盛り上がるのか怪しいものがある。既に周辺国を含めて国債金利が大幅に低下してしまっていることを踏まえれば、かつての 36 か月物 LTRO 実施時のように、キャリー取引が旺盛に行われる余地は大きくないように思われる。



(資料)Bloomberg

こうした現状を元にすると、TLTRO の需要額が市場や ECB の期待に届かない可能性は十分あり、その場合、何らかのショックは予想される。例えば、「TLTRO の供給額が伸びず→ECB のバランスシート（BS）は拡大せず→ユーロ買い」といった発想は有り得る。過去の本欄でも議論したように、ECB の BS 縮小は日米欧三極の中銀の中でも非常に目立つ（図）。2015 年 2 月には過去 2 回分（2011 年 12 月/2012 年 2 月）の 36 か月物 LTRO が満期を迎え、現在資産側に計上される 3650 億ユーロ弱が全て期落ちすることになる。仮に、年内予定される 2 回の TLTRO で各 2500 億ユーロずつ（計 5000 億ユーロ）の需要を集めれば、著しい BS 縮小は回避されようが、上述したような状況認識に立つと、そのハードルは低くないように思えてくる。中銀の BS 規模が緩和の規模を表すわけでは全くないが、直感的で分かりやすい取引材料が好まれる為替市場の特質を踏まえると、これがユーロ買い戻しのエクスキューズに用いられる恐れは十分ある。現状では BS 縮小と共にユーロ売りが加速しており、少なくとも経験則からはズレを感じる動きになっていることも気掛かりである（図中、点線四角部分）。

以　上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌　大輔（TEL：03-3242-7065）
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

[3] 8 月 17 日付の英 FT 紙は"Eurozone banks set to borrow €250bn in cheap money from ECB"と報じている。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU＆ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～