

みずほマーケット・トピック(2014年9月10日)

官製相場となったユーロ相場への考察

6月以降のユーロ相場は半ば官製相場の様相を呈しており、昨日はシュタルク元ECB理事がこの点について批判。中央銀行が強い意思を持って下値誘導する通貨に対し、ファンダメンタルズ分析は短期的には無力と言わざるを得ない。ECBが現状の露骨な安値誘導スタンスを一段と強化していくと仮定した場合、ユーロ相場の一段下落は免れ得ないかもしれない。この際、歴史的な下値目途であった購買力平価(1.21)などは参考になるが、実質実効ベースではもはや足許の下落局面が終点に差し掛かっている可能性も。いずれにせよ、ファンダメンタルズに逆らい、力づくで名目相場を誘導しようとしても、どこかで帳尻が合うように調整は起きるとするのが円の教訓。

～ドル/円上昇は一旦様子見へ～

昨日の為替相場でも米金利上昇に伴うドル買いが優勢の展開となっており、ドル/円相場は一時106.47円まで上昇している。特段の材料があったわけではないが、市場参加者の利上げ期待を前倒しさせるかのようなサンフランシスコ連銀の報告書をドル買い材料として指摘する声は多い(イエレンFRB議長が同地区連銀総裁を勤めていたことに絡めて解説する向きもある)。米国の次の一手が利上げであるという想定は合理的であるにせよ、ドル/円相場は過去3週間弱で4%超も上昇しており、やや性急な印象が拭えないのも事実だろう。基本的には材料も枯渇している現状を踏まえれば、来週16～17日のFOMCを前に、一旦はポジションを戻す動きも想定したい。

～鮮明になる通貨政策化の兆候～

なお、こうしてドル全面高の地合いが定着する中であって、ユーロ相場も軟調が続いている。但し、足許のユーロに関してはECBによるあからさまな安値誘導も織り込んだ上での値動きである。先週の本欄2014年9月5日号『ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～』では「ここまで来るとユーロ相場はもはや官製相場であり、見通し上、金融政策以外のファクターを考慮しても意味がないような状況」と述べた。対ドル変化率を見ると、8月以降のユーロ相場は過去1か月間(8月1日～9月10日)で▲3.6%も下落しており、これはスコットランド独立絡みで急落している英ポンドに次ぐ下落幅(▲4.2%)となる。FRBの正常化路線もさることながら、基本的にはECBの意思に沿って下値誘導されたとの理解に異論は少ないだろう。

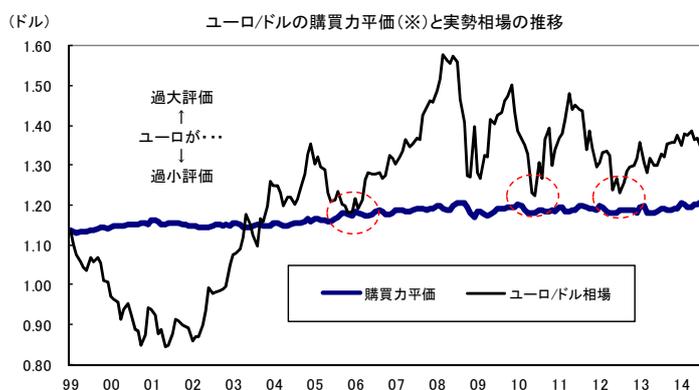
常々本欄ではECBの金融政策運営が通貨政策の色合いを帯び始めていることを指摘し、これを日銀化の兆候として注目してきた。しかし、「米経済指標悪化→FRB緩和→ドル安・円高→日銀緩和」という負のスパイラルに巻き込まれた2009～2011年の白川日銀や民主党政権であっても、今のECB高官ほど露骨な口先介入は行っていたことはない。例えば、今年4月以降に限定しても、以下のような発言が見られた(出所:ブルームバーグもしくはECB理事会記者会見要旨より):

- ドラギ ECB 総裁「ユーロ相場上昇はわれわれの金融政策のスタンスを引き続き緩和的とし、さらなる緩和措置を必要とするだろう」(2014年4月12日)
- バイトマン独連銀総裁「ECBがインフレを評価する際の多くの要素の一つであるため(ユーロ相場の影響を)考慮している」(2014年4月12日)
- ノイエム中銀総裁「ユーロが上昇すればその分行動の必要性が高まる」(2014年4月14日)
- リンデ西中銀総裁「ユーロの強さが悪影響を及ぼしている」(2014年6月2日)
- ノイエム総裁「米国と欧州の金融政策の方向が異なることを考慮すれば、ユーロの多少の下落は論理的だろう」(2014年7月4日)
- ドラギ総裁「我々の金融政策スタンスは米国のそれと基本的にデカップリングしている」、「市場はユーロ圏と米国の金融政策が長期に亘って別の道に止まりそうということ認識している」、「他中銀はユーロへのエクスポージャーを削っている」(全て2014年8月7日)
- ノボトニー・オーストリア中銀総裁「利下げは主にユーロ高の反転につなげることを意図したものの」、「重要なのは為替レートへの影響」(2014年9月4日)

これら高官発言に裏付けられる ECB のスタンス変化に関し、昨日はシュタルク元 ECB 理事の痛烈な批判が報じられている。具体的にシュタルク氏は、ECB が資産担保証券 (ABS) の購入を決定したことについて、「その質がどうあれ、ECB はバランスシートに巨大なリスクを背負い、欧州のバッドバンクに変質しつつある(9日、ロイター、以下同)」と述べ、利下げに関しても「事態がそう深刻でないならば、バカげている」と強く批判している。また、同記事によれば、同氏は9月のサプライズ利下げについて、「ECB として初めて、ユーロ相場押し下げという目的に沿って導き出した結論」との見方を明らかにした模様で、通貨政策の如き政策運営に反意を示している。証券市場プログラム (SMP) に抗議する格好で途中辞任した同氏のタカ派姿勢は健在である。なお、同じドイツ出身のバイトマン独連銀総裁においても、9月のABS購入や利下げについては反対したとの事実が報じられており、ECB 理事会でのドイツとドイツ以外の溝は再び深いものになっていそうである。

～中銀の意思と共に、どこまで下がるか？～

中央銀行が強い意思を持って下値誘導する通貨に対し、ファンダメンタルズ分析は短期的には無力である。元より経常収支や物価といった要因は中長期の変動要因であり、これらが通貨高を示唆し続けても、上述のように金融・通貨当局が安値誘導を徹底した場合、市場参加者がこれに逆らって取引することは容易ではない。それゆえ、ECB が現状の露骨な安値誘導スタンスを一段と強化していくと仮定した場合、ユーロ相場の一段下落は免れ得ない可能性もある。現状のところ、



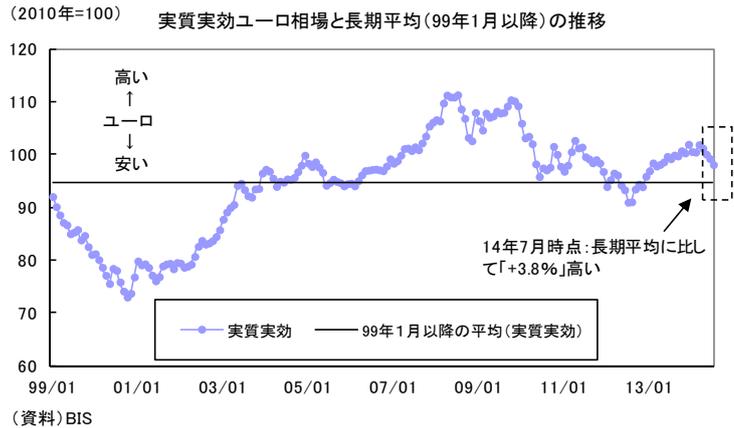
(資料) Datastream, Bloomberg, ※消費者物価ベース(99年1月基準)

メインシナリオとしては、8月29日発行の『中期為替相場見通し』でも示したように、年内下値は

1.28 程度までしか見込んでいない。しかしながら、今後、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が一段と押し下げられ、国債を含む量的緩和 (QE) にまで踏み込んできた場合、さらにそれを割り込む展開はリスクシナリオとして検討の余地がある。過去、本欄でも幾度か指摘しているが、ユーロ/ドル相場にとっての歴史的な下値は購買力平価 (CPI ベース: 99 年 1 月基準) であったという事実があるため、だとすると 1.21 程度までの下落はあっても不思議ではない (前頁図)。

～実質実効ベースでは終点が近い可能性も～

但し、既に下値の限界が近づいている可能性も指摘しておきたい。6 月以降のユーロ相場については名目相場及び物価の両面から通貨安方向に押し下げられる展開となっていることから、実質ベースでは相当な下落となっていることが予想される。過去 10 年程度の経験則に照らせば、実質実効為替ユーロ相場 (図) は長期平均が下限となってきた印象がある。7 月時点では「+3.8%」の上方乖離であったが、冒頭述べたように 8



8 月以降のユーロ相場が対ドルで▲3.6%も下落していることを踏まえれば、実質実効ユーロ相場がそろそろ長期平均に到達しつつあり、6 月以降の下落局面が終点に近づいている可能性も考えられる。また、ユーロ売り持ち高は既に 2012 年 6 月 12 日以来の高水準まで積み上がっており¹、これ以上、下値は攻めづらくなりつつあることも相変わらず見逃せない。

重要なことは 6 月以降のユーロ相場の下落はあくまで需給や物価といったファンダメンタルズが示唆する方向とは真逆に進んでいるということである。過去、円は巨大な経常黒字とデフレという通貨高要因を抱えながらも、内外金利差拡大を背景にキャリー取引の調達通貨として下落する局面があった。2007 年夏以降に見られた円相場の急騰は、そうしたファンダメンタルズに逆らってきた値動きが然るべき調整を迫られた結果でもある。ファンダメンタルズに逆らい、力づくで名目相場を人工的に誘導しようとしても、どこかで帳尻が合うように調整は起きるのである。半ば官製相場の様相を帯び始めたユーロ相場を見るにつけ、円の歴史を踏まえると、やや不安な気持ちが抱かれる。

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。

¹ 2014 年 9 月 8 日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2014 年 9 月 2 日時点)』をご参照下さいませ。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
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～積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(「事後的なイベント」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	国際収支や対内外対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をひかめつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブ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ざる
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～裏は投げられた。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～