

みずほマーケット・トピック(2015年1月7日)

最近のユーロ相場に対する考え方

ユーロ/ドル相場は購買力平価を安定的に割り込むという歴史的にも稀な相場つきが続いている。しかし、ソブリン QE 導入期待はまだしも、ギリシャ脱退は過剰な想定であり、これを理由にして売られた分は行き過ぎの印象。急進左派連合(SYRIZA)の主張はあくまで「ユーロには残りたいが、緊縮はやりたくない」というものであり、トロイカと完全決裂してまで自国を危機に晒すという意図があるとは思えず。2012年同様、今回の脱退騒動も杞憂であり、ユーロ相場の押し目を提供する材料に過ぎないだろう。なお、ソブリン QE 導入は3月が最も道理にかなっているが、今晚の12月 HICP がマイナス転化した場合、1月の「手ぶら」は難しくなる可能性もある。現状の米独金利差からイメージされるユーロ/ドル相場は「1.24±0.03」であり、これに照らすとスポットはやや下げ過ぎ。名目実効相場で見ても既に長期平均を割り込んでおり、もはやユーロの割高感解消済み。

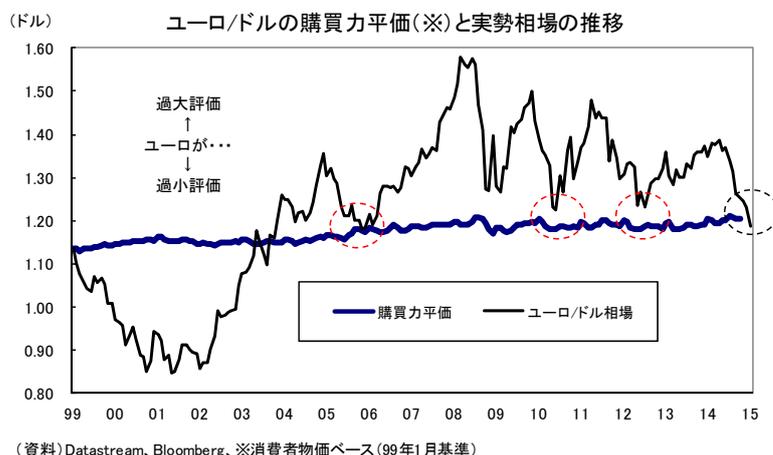
～脱退騒動は相変わらず杞憂～

昨日の為替相場は原油急落に伴うリスク回避ムードの強まりに応じて円が買い戻される展開で一時、対ドルで118.05円、対ユーロでは140.76円まで上昇している。また、QE 導入期待やギリシャ総選挙に絡んでユーロ相場は続落しており、対ドルでは1.1850台と9年ぶりの安値をつけている。

年初早々の荒れ模様においても、

特にユーロ相場の下げはきつく、購買力平価(1.20～1.21)を割り込むという歴史的にも稀な相場つきとなっている(図)。しかし、ソブリン QE 導入期待はまだしも、ギリシャ脱退観測は過去の本欄¹でも指摘したように行き過ぎであり、これを理由にして売られた分は行き過ぎ感がある。あくまで、急進左派連合(SYRIZA)の主張は「ユーロには残りたいが、

緊縮はやりたくない」というものであり、トロイカ(IMF・欧州委員会・ECB)と完全決裂してまで自国を危機に晒すという意図があるとは思えない。ユーロ圏にとっても、ギリシャにとっても恐らくは一旦脱



¹ ギリシャ離脱が本当に現実化しそうなシナリオとしては、SYRIZA が第一党となり、その他野党と連立を組み政権奪取に成功した上で、「トロイカとの交渉拒否→融資(トランシュ)振り込まれず→ECB の適格担保からギリシャ国債除外」とのプロセスを経て、ギリシャの金融システムが緊急流動性支援(ELA)に依存し始めることが考えられる。この状況に至ってECBがELA利用停止を示唆して初めて、「ギリシャ国内からのユーロ枯渇→新ドラクマ発行」という済し崩し的な脱退シナリオが見えてくる。詳しくは、本欄2015年12月24日号『2015年、最初のテーマはギリシャになるか?』をご参照下さい。

退して清算した方が良くように筆者も思うが、それほど極端な展開を目先の相場つきに織り込む必要はない。2012 年がそうであったように、今回の総選挙に絡む脱退騒動も杞憂であり、ユーロ相場の押し目を提供する材料に過ぎないと割り切りたい。

～ソブリン QE。最も理にかなっているのは 3 月導入だが・・・～

また、QE に関してもやや期待が先行している印象を受ける。先日報じられたドラギ ECB 総裁の独紙ハンデルスブラットとのインタビューでは「余りにも長期にわたる低インフレ局面に対応するため、2015 年初頭時点でわれわれは、これまでの諸措置の規模、スピード、構成を変更するための技術的な準備段階にある」との言動が注目されたが、これは 12 月理事会と大差ない内容である。

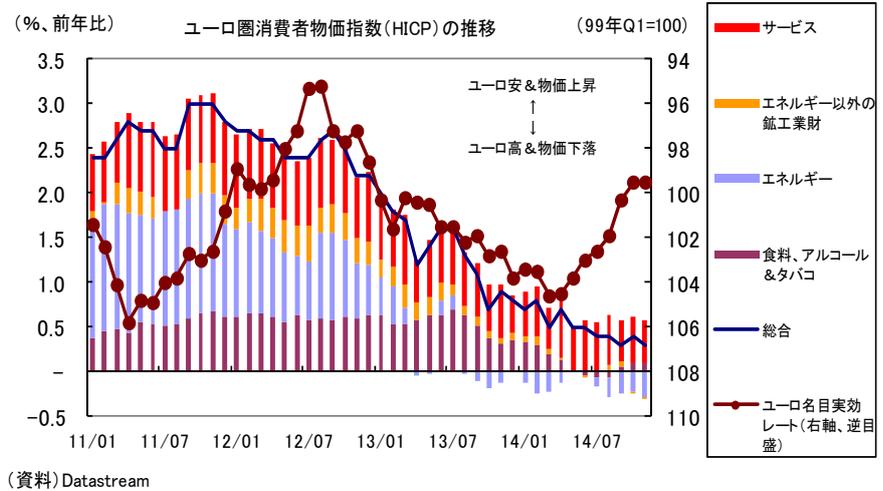
本欄では従前より述べているように、ソブリン QE 導入のタイミングとして最も理にかなっているのは 2 月の 36 か月物長期流動性供給 (LTRO) の満期到来を経てバランスシートの「底」が見え、2017 年インフレ率見通しも明らかになる 3 月 5 日の理事会だと考えている。もはやユーロの名目実効相場は長期平均以下に回帰しており、通貨安誘導に関する緊急性が大きいとは言えない(凶)。今後長きにわたるであろう市場との心理戦を考えれば、ここで急いでカードを切るのは得策ではないというのが筆者の考えである。「2018 年までにプラス 1 兆ユーロ」というバランスシートの積み増しを宣言した以上、早めにスタートを切りたいという事情は察するが、今後を見据えた政策設計をしない限り、後で收拾が面倒になる恐れがある。合意形成の難しい EU ないしユーロ圏では詰めの甘い政策パッケージが場当たりに打ち出されることが多い(マイナス金利もその 1 つと言える)。債務危機対応に際して、欧州金融安定ファシリティ (EFSF) が逐次拡大を迫られたように、中途半端な格好でソブリン QE を導入しても、後で弥縫策を繰り返す羽目になりかねず、結果購入する額も大規模に膨らんでしまう恐れがある。民間銀行がマイナス金利という金庫代を背負い、ドイツ国債を筆頭に域内金利が既に急低下している中で、ECB が抱える「何をどれくらい買えるのか」という問題は日銀に匹敵する大きなものである。1 月 22 日の理事会はソブリン QE 導入に含みを持たせるにとどめ、それ以降の 6 週間を使って万全な策を練り、3 月に満を持して公表するのが無難ではないか。



～1月「手ぶら」を難しくしそうな12月HICP～

だが、今晚発表のユーロ圏12

月消費者物価指数(HICP、速報値)がマイナス転落した場合、確かに1月理事会の「手ぶら」は難しくなるだろう。既に周知されているように、一度デフレ化した物価は粘着性が強く、容易には浮揚しない恐れがある。2012年以降、ECBを始めユーロ圏物価見通しに楽観的な向きはその都度、商品価格や為替相場、時には増税やイースター休暇のベース効果などを持ち出してHICPの下振れを一時的な現象と整理しようとしてきた。しかし、結局、昨年7月以来、HICPはゼロ%台前半から脱することが出来ていない。当然、ここもとの原油価格下落はHICP低迷の主因だが、図示されるように、鉱工業財や食料、アルコール・タバコといった財においても物価上昇圧力が全く感じられないのが実情である。



この間、劇的にユーロ相場を押し下げたことが全くHICPの浮揚に効いていないのはECBにとって誤算だったに違いない。少なくとも、2011年以降から見られているHICPの伸び鈍化は当初ECBが指摘していたユーロ高による為替要因だけではなかったことは明らかであり、深刻な需要不足に起因する財・サービスの物価下落がユーロ圏で起きているものと推測される。かつてドラギ総裁は1%以下のインフレ率を「危険領域」と表現したが、今やその危険領域は常態化し、「真の危険領域」であるマイナス圏突入が現実味を帯びている。

この間、劇的にユーロ相場を押し下げたことが全くHICPの浮揚に効いていないのはECBにとって誤算だったに違いない。少なくとも、2011年以降から見られているHICPの伸び鈍化は当初ECBが指摘していたユーロ高による為替要因だけではなかったことは明らかであり、深刻な需要不足に起因する財・サービスの物価下落がユーロ圏で起きているものと推測される。かつてドラギ総裁は1%以下のインフレ率を「危険領域」と表現したが、今やその危険領域は常態化し、「真の危険領域」であるマイナス圏突入が現実味を帯びている。

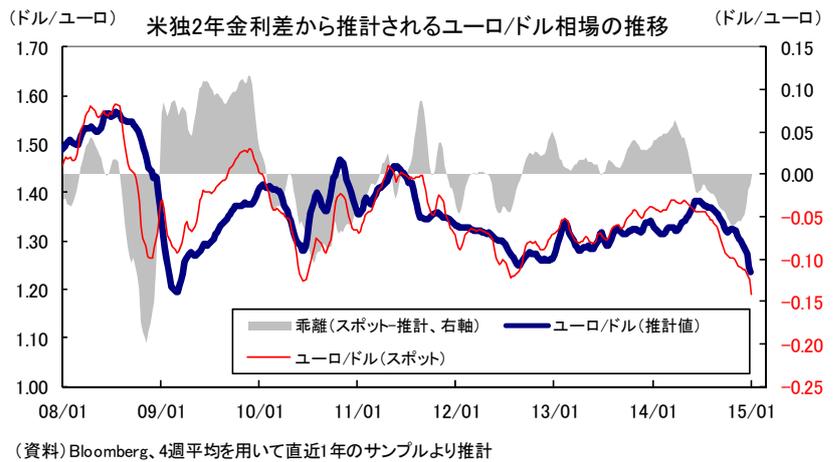
～米独2年金利差からは「1.24±0.03」～

当面はソブリンQE導入期待やギリシャ脱退を巡る観測報道が相場を揺さぶり続けるだろう。特に後者に関しては、選挙終了後も「緊縮はやりたくないが、ユーロ圏には残りたい」という左派的主張とトロイカの緊縮要求がぶつかる中で、2月に入ってからユーロ相場の重石になりそうである。

この最中で、1.18割れをトライするような展開は考え売るが、ユーロ/ドル相場の歴史において1.20を安定的に割り込んだのはユーロ発足当初の5年間(1999～2003年)だけであり、金融危機後では第一次ギリシャ・ショックの騒がれた2010年6月の数日間(6月4～10日頃)に限定される。経験則に照らせば、ユーロの存続に関して大きな不安が生じるごく特殊な時期にしか1.20割れは実現しておらず、振り返れば最高の「押し目」であったことが多いのも事実である。

しかしながら、現状はユーロ圏が日本化、ユーロが円化する中で迎える初めてのユーロ安局面であり、かつての円安局面同様、「投機のユーロ安」、平たく言えばキャリー取引主導でのユーロ安が根付く可能性がある。経験したことがない下げ局面である以上、その下値目途も経験則からでは特定し難くなっているというのが率直な印象である(詳しくは本欄2014年8月4日号『ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～』をご参照下さい)。とすれば、ドル/円相場のア

アプローチで日米2年金利差からの単回帰分析が多用されるのと同様、今後のユーロ/ドル相場についても同様のアプローチが参考になるかもしれない。図は過去1年間における米独2年金利差とユーロ/ドル相場の関係から、現状の金利差水準に対応するユーロ/ドル相場の推計値を示したものの、現状では「1.24±0.03」程度とのイメージになる。ドイツの



マイナス金利が深くなる一方で推計値も顕著にユーロ安・ドル高を示唆する状況となっているが、スポットの動きはこれをやや凌駕するペースに見受けられ、売りペースに関し性急な印象も受ける。

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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質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～