

みずほマーケット・トピック(2015 年 3 月 16 日)

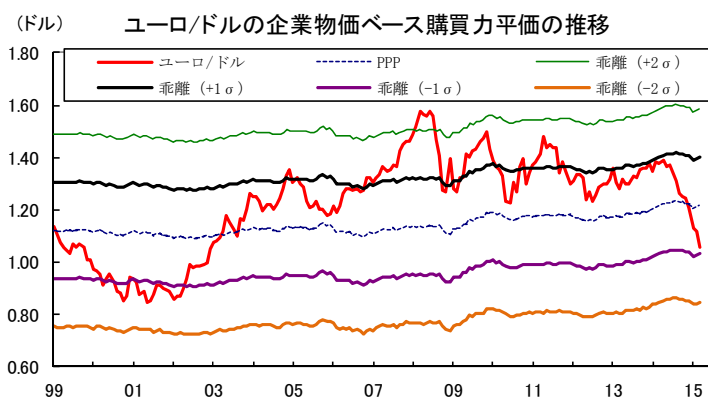
ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～

市場ではユーロ/ドル相場に関し「もはやパリティは通過点」といったコメントが散見され始めている。ひとえに ECB と FRB の政策格差が促した売りだとすれば、ECB に対して出尽くし感が漂う中、ここから FRB が利上げするまでの間がセリング・クライマックスという印象も。歴史的に見れば、最安値をつけた 2000 年から 2001 年にかけては購買力平価 (PPP) から最大で▲25%程度、下方乖離していた。現在の 1.05 はせいぜい▲13%であり、同様の▲25%下方乖離を実現するとすれば、0.92 前後までが視野に入ることになる。この水準を割り込むとなると、本当に経験の無いゾーンに入り、一段と予測が困難になる。一方、ユーロ/円の PPP は 104 円程度であり、現状の実勢相場 (127 円) は+20%ほどの上方乖離という理解に止まる。現状では「PPP の上昇」と「実勢相場の下落」が同時進行しており、調整圧力は日増しに強まっているという認識は持っておきたい。

～佳境を迎えるユーロ売り～

先週末の為替市場はドル続伸の展開で、対ユーロでは一時 1.0463 と 12 年ぶりの高値をつけている。市場では「もはやパリティは通過点」、「強い売り安心がある」、「一方向の取引が続く」といったコメントが散見されるが、現水準は歴史的に見ても未踏の水準に踏み込もうとしている。本欄では長らく購買力平価 (PPP) である 1.20 が歴史的な下値として機能してきたことを尊重し、

そこまでの下落は想定し得るものであったが、それ以下の動きは率直に想定外だったと言わざるを得ない。ひとえに ECB と FRB の政策格差が促した売りだとすれば、ECB に対して出尽くし感が漂う中、ここから FRB が利上げするまでの間がセリング・クライマックスという印象がある。過去最安値 (0.8230) をつけた 2000 年 10 月時点を振り返ってみれば、PPP から▲20%を超える下方乖離だった。歴史的に見ても、PPP から▲1 標準偏差 (σ) を超えて下落したのはこれが最初で最後である。図示されるように、現在のユーロ/ドル相場の動きはちょうど▲1 標準偏差 (σ) にタッチしようという動きであり、少なくとも歴史的な振れの範囲内で捉えるならば、今が佳境という感はやはりある。なお、正確には最安値を記録した局面では▲1 標準偏差を割り込んでいたが、この頃は PPP から最大で▲25%程度、下方乖離していた。現在の 1.05 はせいぜい▲13%であり、同様の▲25%下方

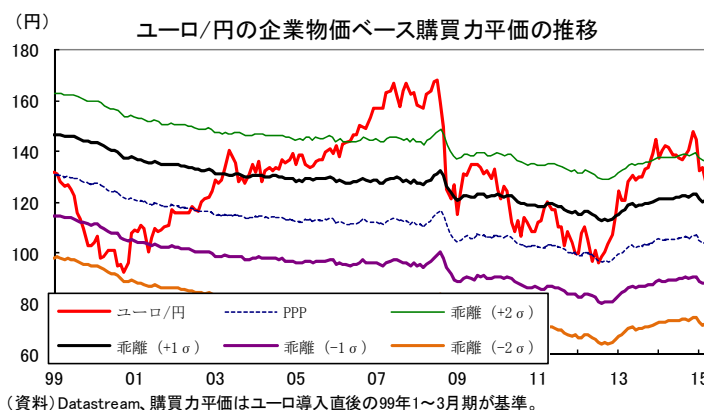


乖離を実現するとすれば、0.92 前後まで視野に入ることになる。この水準を割り込むとなると、本当に経験の無いゾーンに入るため、一段と予測が困難になる。

ちなみに、2007 年から 2008 年にかけては、実勢相場が PPP から 40% 超上方乖離しており、ユーロ/ドルも 1.60 を超えていた。これは+2 標準偏差を超える水準で、確率的には 2% 程度でしか起こり得ない値動きという整理になる。結果論ではあるものの、やはり変動為替相場制を採用している以上、明らかに無理な動きは続かないのである。

～ユーロ/円の PPP は堅い～

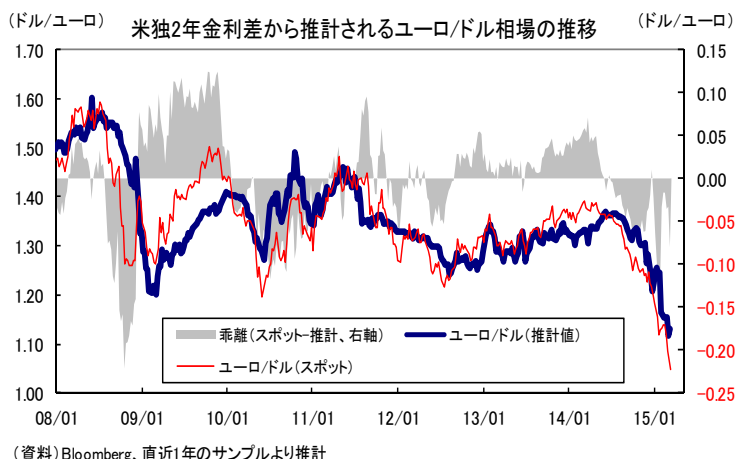
なお、同様のアプローチでユーロ/円の値動きを見ると趣が異なる。ユーロ/円の PPP は 104 円程度であり、現状の実勢相場(127 円)は+20%ほどの上方乖離であり、下方乖離が試されているユーロ/ドルとは大分事情が異なる。図示されるように、ユーロ/円の振れは非常に大きく、発足以来の 10 年足らず(2000～2008 年)で▲2 標準偏差から+2 標準偏差まで上昇し、金融危機後は恒常的に PPP を上回る動きが続いてきた。今後、現状から更なる下落を想定するのであれば、標準偏差を測度とするのであれば、+1 標準偏差で 120 円程度、▲1 標準偏差で 88 円程度、▲2 標準偏差で 72 円程度となり、まずは 120 円が節目となりそうである。



だが、ユーロと円は基本的に弱いもの競争であり、ユーロとドルほど話は単純ではない。昨年 12 月からユーロ/円が急落したのはあくまで日銀が緩和の手を休めている間に ECB が緩和のアクセルを踏んだからに過ぎない。それでも円のファンダメンタルズの弱さが手伝って PPP を上回るユーロ高・円安が続いており、恐らく今後もこの構図は変わらないだろう。先週 13 日の本欄『米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～』でも述べたように、ユーロと円では通貨安に対する「筋合い」が全く異なる。金融政策格差があるユーロ/ドルはまだしも、金融政策格差もなくファンダメンタルズ(経常黒字及びデフシインフレによる通貨高要因)で上回るユーロが円に対して下落し続けることは難しく、PPPである 104 円までを見込む必要性は現時点ではごく小さい。

～金利差から見る現状～

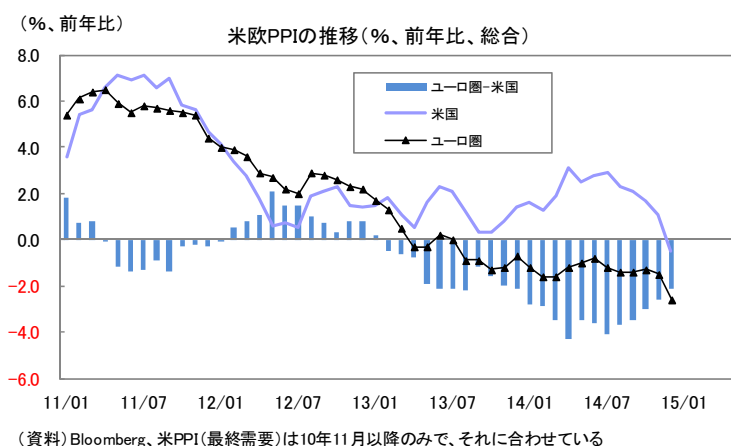
なお、金融政策格差は端的には金利差に現れることになるが、FRB の 6 月利上げを予想する声が増える一方で、ECB は▲0.20%までの債券購入を宣言しており、当然にして両者の金利差は拡大中である。図は米独 2 年金利差から回帰分析によって導出したユーロ/ドルの目安だが、現状独 2 年金利が▲0.23%



となっており、既に ECB の QE 対象から外れ得る格好となっている（正確には独債の場合、3 年まで対象外となっている）。これまではマイナス金利幅が拡大するのに伴い、欧米金利差も拡大し、推計値も更なるユーロ安を示唆する局面が続いてきたが、今後は今までのペースで金利差が拡大するのは難しい可能性もある（ECB が預金ファシリティ金利のさらなる引き下げを行わない限り）。米国の利上げ時期が確実視されるまで欧米金融政策格差はまだ広がる余地があるにしても、少なくとも ECB においては手を尽くした感があり、今後の金利差拡大は FRB に委ねられた状況である。筆者は連続的に FRB が利上げできるとは考えておらず、この意味でもユーロキャリー取引主導のユーロ安相場には危うさを感じる。

～同時進行する「PPP の上昇」と「実勢相場の下落」～

生産者物価指数 (PPI) の前年比で言えば、ユーロ圏が米国を下回る状況が 2013 年 2 月以来、23 か月連続で続いており、このうち、19 か月間でユーロ圏は前年比で物価が下落している(図)。理論的には、こうした欧米物価格差の分(図で言えば棒グラフの分)は為替レートで調整される必要があつて、その際の然るべき着地点が PPP となる。現状では「PPP の上昇」と「実勢相場の下落」が同時進行しており、調整圧力は日増しに強まっているという認識は持っておきたいところである。



歴史的に見ても、PPP からの乖離はいずれ何らかの形で解消を迫られる。競争的な市場経済を備える米国とユーロ圏の通貨ペアであれば、尚のこと、一物一価の徹底は作用しやすいはずであり、PPP と実勢相場の捻じれは不健全に映る。市場参加者の総意が一方向に傾斜した時ほど、ファンダメンタルズを重視し、足許の雰囲気飲まれないように考えるべきだろう。

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3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマन्दートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
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)未達の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