

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 18 日)

ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～

先週末のユーロ/ドルは一時 1.1468 と 2 月 19 日以来の高値をつけ、ユーロ/円も 136.82 円まで上昇。本欄では ECB による一連の緩和策やギリシャ危機を受けて急落するユーロ相場に関し「壮大な投機に過ぎない」と整理し、世界最大の経常黒字を背景とする反騰を警戒すべきと予想してきた。米国におけるドル高へのノイズや経済指標の軟化によって図らずとも「壮大な投機」が崩れ始めている模様。目先ギリシャ情勢を理由として押し目もあろうが、IMM 通貨先物取引などにおける投機のユーロ売り持ち高は依然大きく、巻き戻し余地は大きそう。米独 2 年金利差などから得られる水準感についても、1.15 前後はさほど違和感を覚えない。

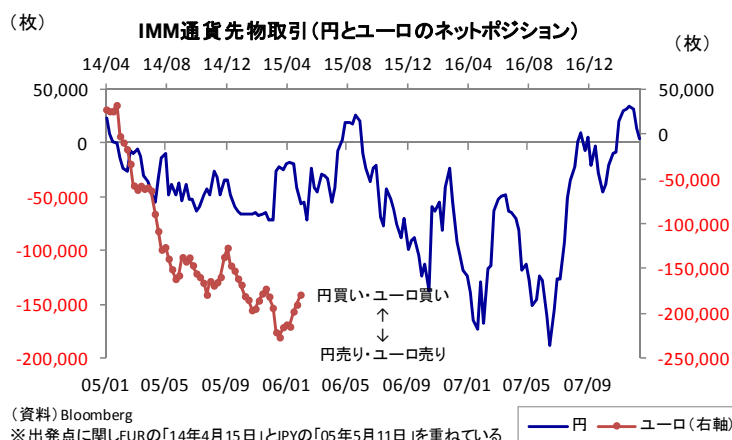
～崩れ始める「壮大な投機」～

先週末からの為替市場ではユーロ相場が続伸する展開。米 5 月消費者マインド指数の急低下、米 4 月鉱工業生産の予想外の減少そして 5 月ニューヨーク連銀製造業景気指数の予想比悪化等、公表される計数が全て市場期待を裏切る内容となったことでドル全面安となっており、その裏側で投機的な売り持ちが積み上げられていたユーロ相場が全面高となっている。ユーロ/ドルは一時 1.1468 と 2 月 19 日以来の高値をつけ、ユーロ/円も 136.82 円まで上昇している。

本欄や『中期為替相場見通し』では ECB による一連の緩和策やギリシャ危機を受けて急落するユーロ相場に関し「壮大な投機に過ぎない」と整理し¹、世界最大の経常黒字を背景とする反騰を警戒すべきと予想してきた。『中期為替相場見通し』では実際に米国が最初の利上げに手をつけるまでは、利上げ期待を主因としてユーロ売りが進みやすいと考えてきたが、米国におけるドル高へのノイズや経済指標の軟化によって図らずとも「壮大な投機」が崩れ始めている模様である。

～依然、調整余地は大きそう～

足許から 7 月(国民投票や解散総選挙があれば 8 月)までギリシャ情勢が騒がしそうなことを踏まえれば、足許の上昇も目先一服を迫られる可能性は高い。本欄 2015 年 5 月 15 日号『当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～』でも議論したように、国家運営に必要とされる第三次金融支援以

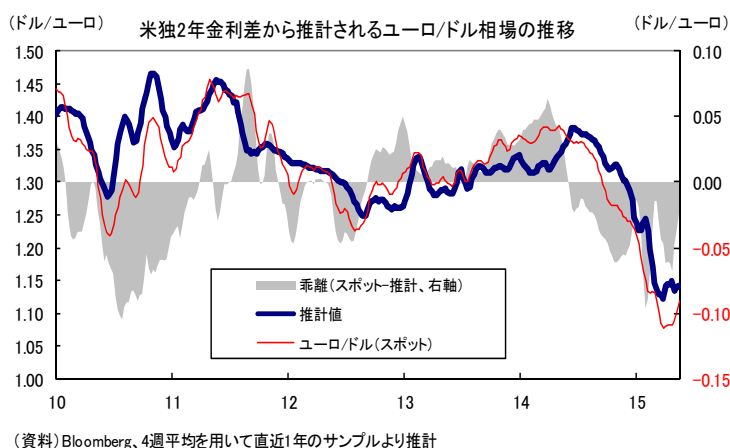


¹ 外部寄稿・インタビューではロイター外国為替フォーラム(2015 年 2 月 3 日)『壮大な「ユーロ安投機」がはらむ反騰リスク』やブルームバーグインタビュー(2015 年 3 月 18 日)『ユーロ安は壮大な投機、パリパシロック前の円安からの教訓』をご参照下さい。

前に日銭を充当すべき第二次金融支援の残額すら獲得の見通しが立っていない。今月末にも年金や公務員給与の支払いといった経常支出が危ういという報道からユーロ売りが優勢となる展開は十分有り得る。だが、そうした下落も「ユーロ相場の反転上昇」という長い目で見たパスの中で捉えたいところである。前頁図は昨年5月から始まった投機的なユーロ売り持ちと、2005年2月から始まった投機的な円の売り持ちについて、その規模・ペースを簡単に比較したものである。一瞥して分かるように、円安バブルと呼ばれ円キャリー取引が隆盛を極めていた2005～2007年の投機的な円売りと比較しても、今回のユーロ売りはかなり踏み込んだものになっている。5月12日時点ではユーロはネットで▲17万8976枚の売り持ちであり、ピークからは減少しているものの、依然として歴史的な売り持ち高であることは変わらない。図を見る限り、依然として調整余地は大きそうである²。

～米独2年金利差から見て妥当な水準へ～

過去1年間(52週間)の米独2年金利差とユーロ/ドル相場を元に、単回帰分析によって足許の水準感を導出してみると、4月に入ってから足許までの推計値は常時1.13～1.15程度を示してきた。足許のスポット相場上昇はこうした金利水準から得られる推計値との乖離を埋める動きであったようにも思われる。もちろん、依然として独2年金利はマイナス圏での推移が続いており、必ずしも金利差の絶対値を前提に為替水準を考



えることが正しくないかもしれない(マイナス金利となった時点で金利差に拘わらず当該通貨を保有しないという投資家もいるだろう)。

4月にかけて独2年金利は一時▲0.30%を臨むような動きとなり、▲0.20%の預金ファシリティ金利に照らせば異様な動きとなっていた。この点、現在の▲0.20%へ急上昇したことはむしろ然るべき動きだったとも考えられる。引き続き、独2年金利の下限として▲0.20%が意識されるのであれば、米独2年金利差は結局、米2年金利次第ということになる。だとすれば最近の頼りない米経済指標や一部で浮上している年内利上げ見送り説(本当にそうなるかは別として)などを踏まえれば、金利差から見たユーロ/ドル相場は大崩れを予想するのが難しい局面に入ってきているように思える。

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。

² 詳しくは本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2015年5月12日時点)』をご参照下さい。

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
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
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～
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～デュアルマンデートの狭間で～)
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～