

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 23 日)

何故ユーロ相場は底堅いか？

ギリシャとトロイカの交渉の進捗はさておき、多くの市場参加者にとって解せないのはユーロ相場が堅調であることだろう。ギリシャを巡る混乱とは裏腹にユーロの名目実効相場は4月半ばに底打ちしており、反転の兆しが見られる。本欄では繰り返し、「ファンダメンタルズに従えばユーロは買われるべき」との基本認識を示してきた。世界最大の経常黒字と高めの実質金利は「円相場の歴史」が「円高の歴史」であったことの主因だが、今のユーロ相場も全く同じ条件を備えている。過去1年間のユーロ下落はあくまで「壮大な投機」の結果に過ぎない。足許、ギリシャ情勢を巡る緊張感が極限まで高まる中であってユーロ相場が下落せずにむしろ堅調さを維持しているのは、積み上がった投機的なユーロショートポジションの維持に危うさを覚える向きが多いからではないか。さしずめ、ある種の「リスク回避のユーロ買い」である。下げ局面は冷静に押し目と考えたい。

～「週内合意が可能」との報道目立つ～

昨日から今朝方にかけてもギリシャ情勢一色である。昨日の緊急首脳会議でも具体的な合意には至っていない模様だが、「週内合意が可能」との報道は多い。現状はギリシャ政府より提出された改革案を審議している段階と見受けられ、その審判が注目される。実質的にギリシャの生殺与奪を握るECBの緊急流動性供給(ELA)に関しては、昨日上限が878億ユーロへ引き上げられたが、今から24時間以内にその妥当性が再検証されるとの報道もある。しかし、トロイカとの交渉が続いている途中でELAが切られることはなく、波乱なく承認されるはずである。

～何故ユーロ相場は底堅いか？～

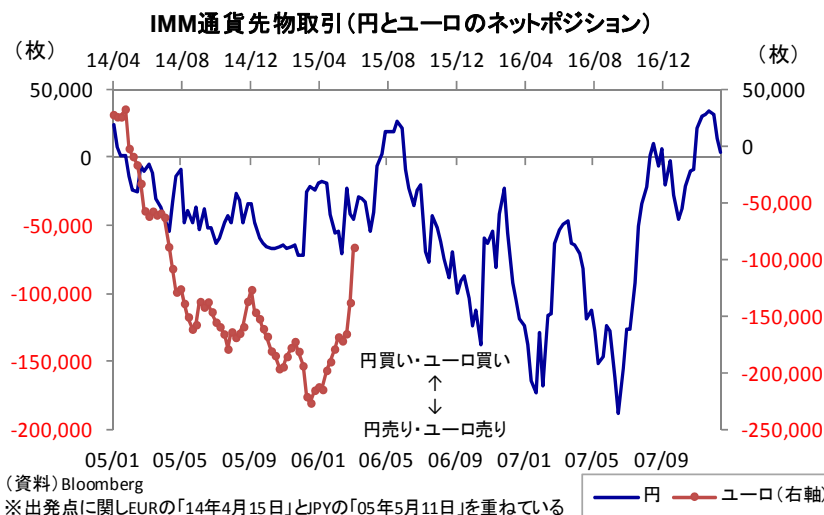
交渉の進捗はさておき、多くの市場参加者にとって解せないのはユーロ相場が堅調であることではないかと思われる。ギリシャを巡る混乱とは裏腹にユーロの名目実効相場は4月半ばに底打ちしており、反転の兆しが見られる(図)。過去2か月間、対ドルだけではなく、大多数の通貨に対しユーロ相場は上昇しているのである。本欄や『中期為替相場見通し』では繰り返し、「ファンダメンタルズに従えばユーロは買われるべき通貨」という基本認識を示してきた。世界最大の経常黒字と高めの実質金利は



「円相場の歴史」が「円高の歴史」であったことの主因だが、今のユーロ相場も全く同じ条件を備えている。それでも過去 1 年間、継続的に下落してきたのは 2013 年 11 月のサプライズ利下げに始まり今年 1 月の量的緩和 (QE) 導入に至るまで矢継ぎ早の金融緩和が行われたためであり、恐らくそれは通貨の低め誘導を企図したものだった。結果、通貨としてのファンダメンタルズの強さは残しながらも、内外金利差を念頭に入れた「壮大な投機」が相場の方向感を形成してきたのである。

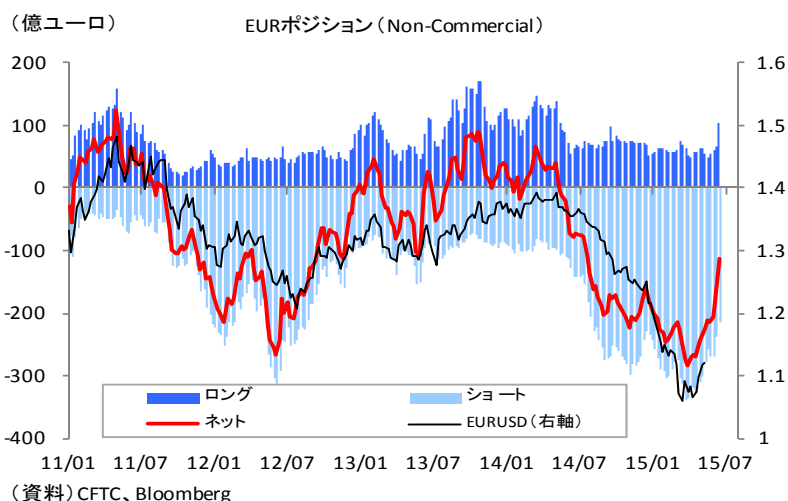
～維持できなくなった「壮大な投機」～

しかし、ファンダメンタルズに反し投機主導で作られた通貨安は持続しない。リスク許容度が著しく毀損するような局面に入った場合、そのポジションは解消されざるを得ないからだ。結果、ファンダメンタルズの強さだけが残される結末である。筆者は今のユーロ安は「円キャリー取引の隆盛を迎えていた 2005～07 年の円安と似ている」と述べてきたが、2014 年春から継続するユー



ロショート of 蓄積やそのペースは 2005～07 年の円を陵駕するほど大きく、深いものである (図)。「このようなポジション形成が持続するはずが無い、それゆえユーロ相場の反転を見込むべき」というのが『中期為替相場見通し』における基本認識だった。ギリシャ情勢を巡る緊張感が極限まで高まる中であってユーロ相場が下落せずむしろ堅調さを維持しているのは、積み上がったユーロショートポジションの維持に危うさを覚える向きが多いからではないか。さしずめ、ある種の「リスク回避のユーロ買い」である。

事実、ユーロショート of 巻き戻しはギリシャ情勢が緊迫化し始めた 5 月下旬から加速しており、最新 6 月 16 日時点でのユーロショートポジションは 194.6 億ドルから 125.6 億ドルへ大幅に減少し、2014 年 7 月 15 日以来、約 11 か月ぶりの低水準となっている (図)。この持ち高変動額は、週間としては 2013 年 6 月 11 日以来の大きさである。ちなみに、4 月 15～16 日分の ECB 理事会議事要旨



は今年 3 月 18 日に見られたユーロ/ドル急騰 (2～3 時間のうちに 1.06 から 1.10 へ、1 日では +4.4%) はユーロ導入以来、過去 2 番目に大きな動きであったと指摘している。過去最大の変動は

2000 年 9 月 22 日であり、これが ECB による為替介入が行われた日であったことを踏まえれば、実質的には今年 3 月 18 日の急騰が過去最大であったという理解で差し支えない。なお、3 月 18 日のこの大変動の背景として、議事要旨は「1 日の内で最も流動性が低い NY 市場引け後に、極めて巨大な非商業部門(要するに投機)の売り持ち高が巻き戻されたこと」と指摘している。筆者も全く同感である。常々述べているように、地力の強い通貨であるユーロを売り進めるにはこうした急騰と背中合わせであることを覚悟した上でエントリーしなければならない。

以上のような認識に立てば、足許のユーロ上昇に関してはギリシャとトロイカの交渉が進捗しているという解説よりもギリシャのユーロ離脱という経験の無い展開に備え、ポジションを解消する向きが増えているためという方が腑に落ちる。2005～07 年、「日本は潤沢な経常黒字を抱え、デフレなので(実質金利が高いので)円高リスクがある」との見通しを真に受ける向きは少なく、むしろ見識が疑われるようなムードすらあった。過去 1 年間のユーロ相場を取り巻くムードはこの頃とやはり酷似しているように感じられる。

むろん、当面はギリシャ情勢が流動的であり、事によってはギリシャのユーロ離脱というテールリスクが実現する可能性もあるため、ユーロ/ドルの上値が重いことは致し方ない。場合によっては急落する展開もあるだろう。しかしながら、ファンダメンタルズに照らせば、それは押し目として冷静に評価する価値があると引き続き考えたい。たとえギリシャがユーロを離脱するようなことになったとしても、それは中長期的に見れば、多くのステークホルダーにとって悪い話ではないと考える。

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。

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6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本日にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
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～
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(1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月利上げの芽は潰れたか～
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、量的緩和と政策(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	なぜ為替と株値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～デュアルマンドートの狭間で～)
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～