

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 26 日)

追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～

欧米金融政策格差の拡大が鮮明化する状況下、当面のユーロ相場が軟化することは致し方ない。問題は 12 月 3 日の理事会以降を見据えた時に、どの程度、下落局面が続くのかということ。この点、2014 年 6 月 5 日の理事会で預金ファシリティ金利のマイナス化を含む包括緩和に踏み切った後、6～9 か月間は強烈なユーロ安が続いた経験が思い返される。今回も、12 月 3 日を境として再び「下落の時代」が幕を開けるのか。しかし、当時と今回では欧米の政策環境が似ているようで異なる。ドル相場は既に十分高く、ECB の緩和手段もさほど多いわけではない。2014～2015 年に見られたように、2016 年も同様の欧米金融政策格差拡大を想定するのは難しい。ユーロ安は「壮大な投機」でしか起きず、FRB の正常化プロセスの手が止まれば、再び反騰を余儀なくされよう。

～2014 年 6 月の経験をどこまで踏まえるか～

昨日の為替市場は、予想を上回る米経済指標の結果を受けてドル買いが強まる一方、追加緩和への注目度が日増しに高まる中でユーロ売りも強まり、ユーロ/ドルが一時 1.0565 の安値をつける動きが見られている。欧米金融政策格差がこれ以上ないほど分かりやすく拡大する状況下、当面のユーロ相場が軟化することは致し方ない。問題は 12 月 3 日以降を見据えた時に、どの程度、下落局面が続くのかということである。この点、2014 年 6 月 5 日の理事会で預金ファシリティ金利のマイナス化を含む包括緩和に踏み切った後、6～9 か月間は強烈なユーロ安が続いた経験が思い返される。今回も、12 月 3 日の理事会を境として再び「下落の時代」が幕を開けるのだろうか。しかし、当時と今回では欧米の金融政策環境が似ているようで異なることには注意したい。

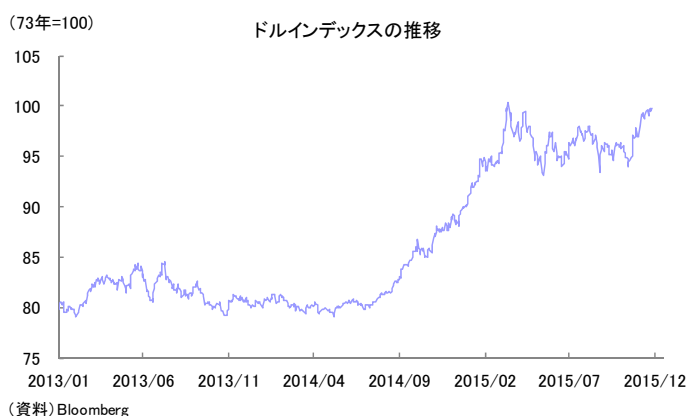
2014 年 6 月から 2015 年 3 月の期間に、ユーロ/ドル相場は▲20%以上、ユーロ名目実効為替相場でも▲13%以上下落したが(図)、この期間は FRB の正常化プロセスが順当に進む一方で、ECB が矢継ぎ早に追加緩和を打ち込んでいた期間と符合する。FRB に関して言えば、利上げ時期に対する思惑が交錯しつつも、徐々にしかし確実に出口に接近する状況にあった。この間、ECB は 2014 年 6 月に預金ファシリティ金利を初めてマイナス化し、ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の導入も決定した。さらに同年 9 月にはマイナス金利幅の拡大に踏み切った上、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)及びカバードボンド購入プログラム(CBPP)の導入も決定し、2015 年 1 月には国債を対象とする公的部門購入プログラム(PSPP)の導



入も決定した。この過程で2014年11月の理事会では「TLTROが継続される2016年6月までの間に、バランスシート規模を2012年初頭に戻す」とし、1兆ユーロのバランスシート拡大も宣言している。昨年央から今年初めにかけてのユーロ/ドル急落は利上げを志向するFRBとバランスシートの急拡大を志向するECBという構図を踏まえれば、むしろ自然と言えるものであった。

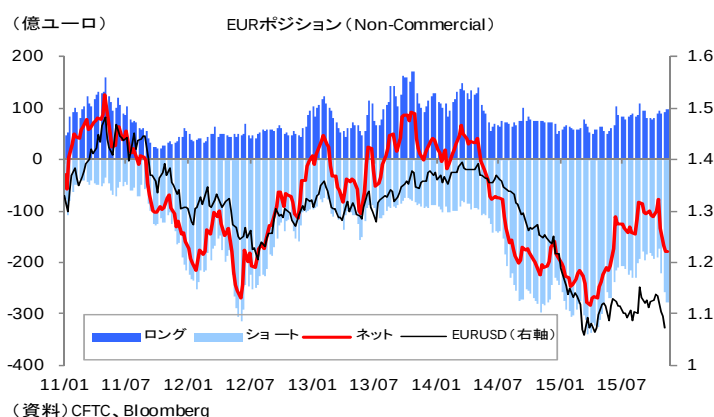
～2016年も欧米金融政策格差が拡大し続けるのは難しい～

今回も利上げに踏み切るFRBに対し緩和を加速させるECBという構図であり、そのコントラストが昨年と共通しているため、再び継続的なユーロ売りが焚きつけられる可能性はある。だが、FRBとECBを取り巻く環境は、厳密に言えば当時とは違う。本欄でも繰り返し述べているように、ドル相場はFRBの正常化プロセスを反映して既に十分高く、例えばドルインデックスは2014年6月から足許までに+25%以上も上昇している(図)。今後、利上げを伴いつつ従前と同様のペースでドル相場が騰勢を強めることが可能とは思えない。



片や、ECBの追加緩和カードもそれほど多いわけではない。預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大が3度(本稿執筆時点では2度だが、2015年12月3日理事会で3度目が行われると想定)に亘って実施されることは予想外だったものの、マイナス幅を無限に拡大することはできない。現状、スイスやスウェーデン、デンマークといった国でたまたま大きな問題が起きていないだけであって、マイナス金利で生じた金融システムへの負担は誰かが背負わなければならない。マイナス金利幅を深めていけば、どこかで預金者へのコスト転嫁は起きるし、現金への代替需要が高まるはずである。拡大資産購入プログラム(APP)にしても、昨日の本欄¹でプレビューを行ったように、最大のボリュームを誇るドイツ国債の供給が細る中で、「33%ルール」の枠内で出来ることは多くない。こうした状況下、率直に言って、2014年や2015年に見られたように、2016年も同様の欧米金融政策格差拡大を想定するのは難しいというのが筆者の考えである。

当面はIMM通貨先物取引に表れるような投機取引主導でユーロ/ドルは安値を探るであろう。ネットショートポジションが既往ピークに達するにはまだ距離がありそうである(図)。だが、それもFRBが2度目の利上げを模索する2016年1～3月期までの動きではないか。上述したような状況を踏まえれば、いつまでもドルロング・ユーロショートを蓄積し続けるとの想定は現実的



¹ 2015年11月25日号『ECB理事会プレビュー (12月3日開催分) ～3つの緩和メニュー～』をご参照下さい。

ではない。FRB が政策正常化の手を止めた場合、その後は世界最大の経常黒字や高めの実質金利といったユーロのファンダメンタルズの根強さが見直され、ユーロ/ドル相場は再び反転するのではないか。12 月 3 日を境として再びユーロ相場の下落を囃し立てる向きは多くなるであろうし、パリティ予想も勢いついてくるだろう。しかし、ファンダメンタルズに照らせばユーロ安は「壮大な投機」でしか起きないという本欄の従来からの考えに変わりはなく、その帰結は今年 3～8 月から見られたような急騰であることを忘れてはならない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測定に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
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～)