

みずほマーケット・トピック(2016年11月28日)

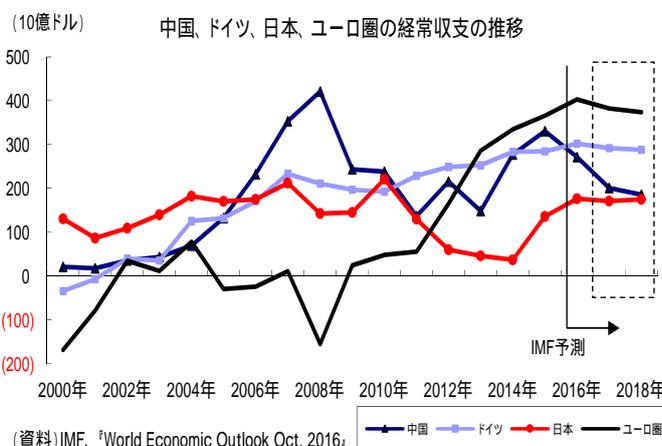
ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～

ユーロ相場も円相場同様、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を背景としたドル高相場の中、大幅に下落している。トランプ次期大統領の本心が見えぬまま手探りで進むドル高・ユーロ安の持続性に関し、筆者はやはり確信が持てない。従前より述べているように、ユーロ圏の誇る世界最大の経常黒字はユーロ相場の継続的下落とは相容れないファンダメンタルズであり、通貨分析上、軽んじられるべきではない。トランプ次期大統領の保護主義志向を踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。だが、17年のユーロには政治リスクという最大の弱点が存在。英国のEU離脱(Brexit)、トランプ次期大統領の勝利が反・新自由主義、反・グローバル化の潮流が表出したものとすれば、国政選挙の季節を迎える17年のユーロ圏の政治リスクは今や相当に重く見る必要がある。トランプ次期政権の下でドル高が反転するにせよ、政治リスクが障害となり、ユーロ/ドルの地力に見合った上昇は難しい状況が続く。

～引き続き反騰の可能性を秘めるユーロ～

ユーロ相場も円相場同様、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を背景としたドル高相場の中、対ドルで大幅に下落しており、年初来安値圏での推移を余儀なくされている。ドル/円相場に関する議論で繰り返し論じてきたように、トランプ次期大統領の本心が見えぬまま手探りで進むドル高・ユーロ安の持続性に関し、筆者はやはり確信を持っていない。従前より述べているように、ユーロ圏の誇る世界最大の経常黒字はユーロ相場の継続的下落とは相容れないファンダ

メンタルズであり(図)、通貨分析において軽んじられるべきではない。しかも、トランプ次期大統領が選挙期間中に垣間見せてきた保護主義志向を踏まえれば、やはり米欧(独)貿易摩擦への懸念は拭い去れるものではない。少なくとも貿易収支の不均衡は価格か数量かもしくはその両方で調整するしかない。価格とは基本的に為替相場を通じた両国通貨の相対価格変化に他ならず、現状であればユーロ高・ドル安に振れることで収支が均衡へ向かうことが期待される。「為替政策報告書」において中国や日本、台湾、韓国、スイスと並んでドイツが監視リストへ列挙されている以上、政治的にもユーロはトランプノミクスの下で反騰する可能性を秘めた通貨のはずである。



～だが、2017年の半分近くが選挙に費やされるという事実も・・・～

だが、ユーロには政治リスクという最大の弱点が存在する。英国の EU 離脱 (Brexit)、トランプ次期大統領の勝利が反・新自由主義、反・グローバリゼーションの潮流が表出したものとするれば、国政選挙の季節を迎える2017年のユーロ圏の政治リスクは今や相当に重く見る必要がある。来月12月4日の憲法改正の可否を問うイタリアの国民投票¹はその前哨戦のような位置付けだが、本稿執筆時点の世論調査を窺う限り、やはり実質的には現体制の否定を意味する反

2016～18年の欧州政治イベント

2016年	12月	イタリア国民投票
2017年	3月	英国のEU離脱通知、オランダ総選挙
	4月	フランス大統領選挙(第1回投票)
	5月	フランス大統領選挙(決選投票)
	6月	フランス総選挙
	9月	ドイツ総選挙
	10月	ルクセンブルグ総選挙、チェコ総選挙
2018年	2月	キプロス大統領選挙
	4月	ハンガリー総選挙
	5月	イタリア総選挙の開催期限
	5月	ベルギー総選挙
	7月	スロベニア総選挙
	9月	スウェーデン総選挙
	9月	オーストリア総選挙
	10月	ラトビア総選挙
	10月	ブルガリア総選挙

(資料)各国資料や報道等から筆者

対派が優勢となっている。国民投票が否決となり、結果としてレンツィ現政権が崩壊、2018年5月を期限とする解散・総選挙の前倒し実施観測が強まれば、2017年にまた1つ、新たな欧州の政治リスクイベントが加わることになる。現在、明らかになっているスケジュールは3月にオランダ総選挙、4～5月にフランス大統領選挙、6月にフランス総選挙、9月にドイツ総選挙であるが、こうしたカレンダーにイタリア総選挙が書き込まれることになれば、ユーロ圏3大国全てで現政権が国民の審判に諮られることになる(表)。時間で言えば、1年の半分近くを大国の選挙に費やすことになり、2017年のユーロ相場が相当上値の重い値動きを強いられることになる可能性は留意したい。あらゆる加盟国において右派ポピュリズムが幅を利かせやすい世相を踏まえれば、実際の結果はどうあれ、物騒な観測が漂いやすいのは間違いなく、これはユーロを手放す理由になってしまうだろう。

～基調を変えるには至らない ECB～

また、現在、「総括的検証」の最中にある ECB の金融政策に関しても、市場の一部で期待されているテーパリングのような動きは近く予想されるものではなく、どちらかと言えば、ユーロ相場の重石になりそうである。今月17日に公表された10月20日開催分の ECB 理事会議事要旨を見ると、「2%以下だがそれに近い水準へ物価を近づけるために非常に大量の流動性供給を行っていくことを再確認する一方、金融市場において将来の金融政策アクションに対する過度な期待が生じないように配慮することが必要」という「バランスの取れたコミュニケーション(A balanced communication)」が提示されている。つまり、現在の ECB にとっては「目先の緩和政策に関して言質を与えない」ことが第一となっていると考えられる。だが同時に、「月800億ユーロの資産購入は必要ならば2017年3月を越えて行われ、政策金利もそうした資産購入の期間を優に超える長期間、現状ないしそれ以下の水準に据え置かれる」といった点も確認されており、現状ではやはり引き締めより緩和にスタンスが傾斜していることは間違いなく(これはユーロ圏の経済見通しに対するリスクがダウンサイドにあると判断している理事会スタンスと整合的である)。

2013年末以降、ECBの金融政策は通貨ユーロの低め誘導を図る通貨政策の色合いを帯び始

¹ 詳しくは本欄2017年11月17日号『イタリア国民投票に関するQ&A』をご参照下さい。

めているが、2017 年もこの傾向は続くと思われる。だが、全体として万策尽きた感もあり、緩和が催促される度に市場からは失望を買い、ユーロ相場が騰勢を強めるという展開も予想されることから、ECB の挙動がユーロ相場の基調を決定づけることはないのではないか。

～年後半には底打ちも、地力には見合わず～

結局は、円相場同様、トランプ次期大統領がドル相場に対してどのようなスタンスを明示するかが相場を読むカギであることは間違いない。筆者の基本的認識はトランプ次期政権の通貨政策が全面的なドル高を飲み続けるのは難しいというものだが、欧州の政治リスクが大きなユーロ売り材料であることも否定しようがないと考えている。材料としては前者の方が強いため、ユーロ/ドル相場は来年後半にはしっかりと底打ち基調が確認できると考えているが、地力に見合ったほどの上昇を実現するにはあまりにも政治環境が悪いという 1 年になることも間違いなさそうに思われる。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理 - 円安リスク。'現実味'は帯びたが'現実化'はまだ先~)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意~格差は拡大の一途だが~
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場~暫定見直し~
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場~レーガノミクスとの比較~
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス~随所に見られる矛盾をどう捉えるか~)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状~'超異常'から'異常'そして'正常'へ~
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて~'最後の灯火'の可能性も念頭に~
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて~焦点は3回目、4回目の利上げに~)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて~無味無臭の政策運営へ~
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景~実効相場の観点から~
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー~もう表舞台に立ちたくない~
2016年10月24日	ECB理事会を終えて~ECB版総合的検証の行方~
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方~通貨安戦争の勝ち組~
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方~通貨安戦争の勝ち組~
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて~ドル高忌避変わらず~
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーパリング観測~予想すべきは真逆の方向~
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる'欧州の潔癖主義'
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて~確度が強まる円高見直し~)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版('日銀相場'の活かし方~断ち切られた株と為替のリンク~)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況~懸念されるドル安不足~
2016年9月14日	日銀会合プレビュー~'量との決別、金利への転進'~
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて~ハト派の矜持~
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場~'ドル高の罟'再び~
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて~注目目はパラメーター修正の'次の論点'へ~)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境~2016年7月~
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー~'お茶を濁す'方法~
2016年9月5日	足許の円安の本質~'4か月前の円安'と同質~
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて~'短期は強気、長期は弱気'~
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方~何を、どう見ておくべきか~)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20~21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは~交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から~)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26~27日開催分)~自信喪失?~
2016年8月17日	'円買い'ではなく'ドル売り'に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4~6月期GDP~実質所得環境は改善中~
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年~'国際金融のトリレンマ'に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境~2016年上半年期~
2016年8月5日	週末版(総合的検証で問われるべきは'戦略'ではなく'戦略'の妥当性~'失敗の本質'は何か~)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A~Italeaveまで至るか否か~
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト~残るイタリアへの不安~
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28~29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26~27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて~'嵐'の前の静けさ~)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28~29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	'空気を読まない'EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー~現状維持も'次の一手'は近い~)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論~円の信認を'叩き壊す'政策~
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈~'木'ではなく'森'を見るべき~
2016年7月11日	米6月雇用統計~いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ~
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について~頭打ちの経常黒字~)
2016年7月7日	FOMC議事要旨~崩れ始めるファイティングポーズ~
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の'波'~簡単には終わらず~
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?~ユーロ圏を'監獄'にしないために~)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検~トランプリスクとFRB緩和リスク~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー~6月23日、もう1つの論点~
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて~'No'と言う勇氣と奇襲の'ツケ'~)
2016年6月16日	FOMCを終えて~'利上げの有無'を超えて~
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理~攻守交代の時~