

みずほマーケット・トピック(2017年5月16日)

ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～

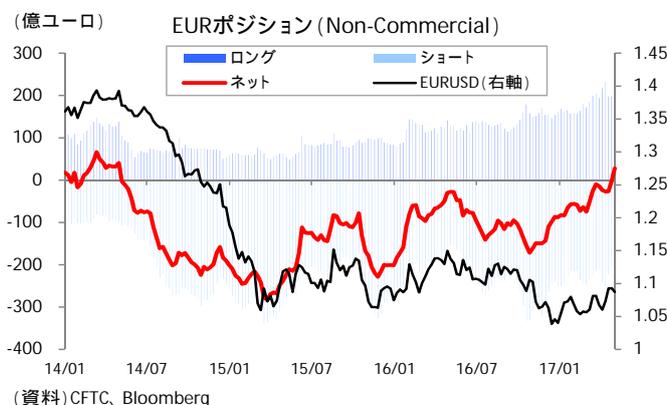
5月9日時点のIMM通貨先物取引におけるユーロのポジションを見ると、2014年5月6日以来、約3年ぶりに買い持ちに転じている。直接的には5月7日に実施されたフランス大統領選挙においてマクロン候補が勝利したことが寄与していそうだが、ユーロの売り持ち解消は昨秋から続く流れであり、足許で漸く買い持ちに転じた格好である。政治リスクの後退やECBの金融政策のタカ派傾斜が投機筋のユーロ相場に対する向き合い方を変えたのだろう。だが、投機的なユーロ売り持ち解消の割にはユーロ/ドル相場の戻りは極めて鈍い。この背景としては、足の速い投機筋のユーロ買いよりも、国際収支統計に現れるようなリアルマネーのユーロ売りがユーロ/ドル相場の重石になっている可能性などが考えられる。筆者は引き続き巨額の経常黒字の存在を重視しユーロ売りは推奨しないが、最近のドイツの立ち振る舞いを見ていると、経済分析以前の問題として、「ユーロを持ちたくない」という投資家の気持ちもやや分かるようになってきた。結局、ユーロを取引する上では経済分析と政治分析のどちらを重用するかが要諦に。

～懸念すべきは米経済のオーバーキル～

昨日の為替市場は、どちらかと言えば、ドル軟調の雰囲気が強かった。昨夜公表された米5月ニューヨーク連銀製造業景気指数はプラス予想に対してマイナスに陥るなど市場予想を大きく割り込んでおり(市場予想+7.5に対し1.0)、ドルを手放す動きが強まっている。前週の4月小売売上高や4月消費者物価指数(CPI)に続いて米経済指標は予想比悪化が目立っており、やはりFRBの正常化プロセスにこれといった正当性を感じ取ることは難しいという印象である。かかる状況下で利上げを重ねることによって、米経済のオーバーキルが発生するリスクを警戒したい。

～約3年ぶりのユーロ買い持ち～

ところで昨日発行した『IMM通貨先物のポジション動向』でも示した通り、2017年5月9日時点のIMM通貨先物取引におけるユーロのポジションを見ると、2014年5月6日以来、約3年ぶりに買い持ちに転じている。直接的には5月7日に実施されたフランス大統領選挙においてマクロン候補が勝利したことが寄与していそうだが、ユーロの売り持ち解消は昨秋から続く流れであり、足許

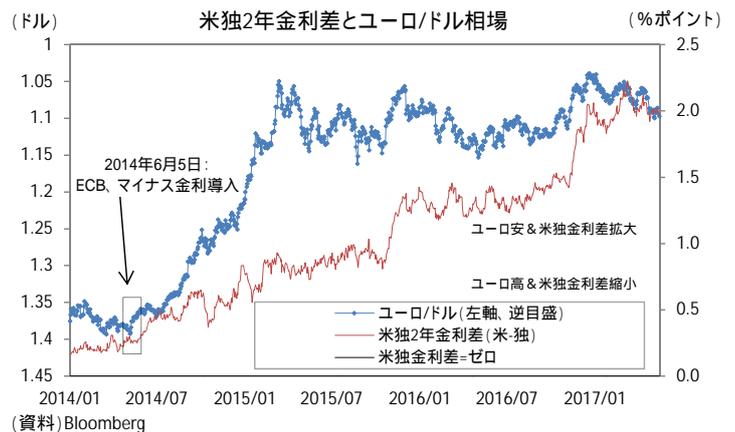
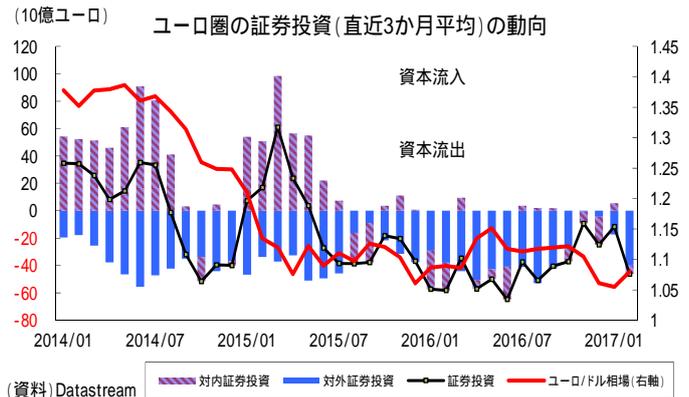


で漸く買い持ちに転じたのである(図)。根底には堅調なユーロ圏経済の現状があるが、これを受けたECBの政策運営が投機的なユーロ売りを敬遠させる一因になっているのは間違いない。昨年

12月に拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額が800億ユーロから600億ユーロに縮小され(期間は延長)、今年3月以降はフォワードガイダンスの解除も論点として注目され始めている。政治リスクの後退や金融政策のタカ派傾斜が投機筋のユーロ相場に対する向き合い方を変えたのだらう。しかし、前頁図を見ても分かるように、昨秋以降の投機的なユーロ売り持ち解消の割にはユーロ/ドル相場の戻りは極めて鈍いのも事実である。

～域内からの資本流出は継続中～

投機的な売り持ちが解消してもユーロ相場が上がらないのは何故か。端的には「投機的な売り以外の売り」が大きいからという可能性が思いつく(もちろん、IMM通貨先物取引に反映される動きが投機的な動きの全てではないが、ここではそのような仮定を置く)。右図(上)はユーロ圏の対外・対内証券投資の動向を見たものである。図示されるように、2015年以降、域外から域内への対内証券投資は殆ど入って来ない一方、域内から域外への対外証券投資は旺盛であり、結果としてネット資本流出が常態化している。いくらECBが金融政策を引き締め方向に調整するとはいえ、FRBが正常化プロセスの手を止めない現状では欧米金利差は縮小しない。上述したようにIMM通貨先物のユーロポジションとユーロ/ドルの相関は不安定化しているが、米独金利差とユーロ/ドルの相関は依然安定している(右図・下)。



これらの状況を踏まえると、足の速い投機筋のユーロ買いよりも、国際収支統計に現れるようなリアルマネーのユーロ売りがユーロ/ドル相場の重石になっている可能性などは考えられる。

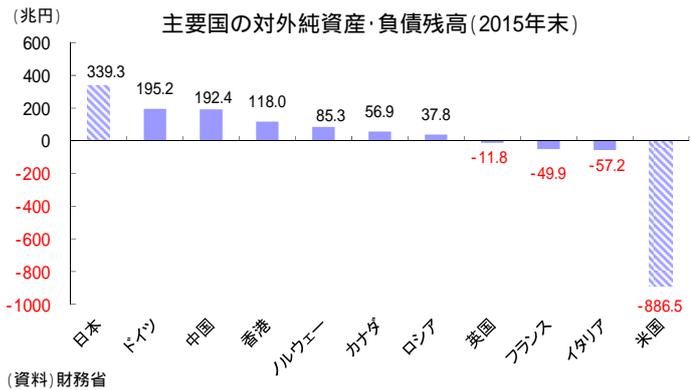
なお、過去の本欄¹でも議論したように、ECBが四半期に一度公表する『ユーロ圏投資ファンド調査』などによれば、域内投資家は着実に保有資産の非ユーロ化を進めているという実情があり、構造的にユーロが上がりにくくなっているという事実は確かに否定できない。

～順当に積み上がる対外純資産～

とはいえ、2016年のユーロ圏全体では円貨にして実に約47兆円(4000億ドル)もの経常黒字が記録されている。日本の経常黒字が過去最大に達したのは円安バブルと呼ばれた2007年であり、それでも約25兆円だったことを思えば、ユーロ圏の黒字の大きさは際立つ。こうした経常黒字や上述したような対外証券投資はそのまま対外純資産として積み上がることになり、その大きさが

¹ 本欄 2017年2月21日号『ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～』をご参照下さい。

通貨の信認と読み替えられることになる。現状、市場参加者のリスク許容度を毀損する事態が発生した場合、「リスク回避の円買い」で対応することが金融市場の常套パターンになっているが、この理由として頻繁に指摘されているのが「日本は世界最大の対外純資産国だから」という事実である。2015年末時点で25年連続、日本はその地位に座り



続けている。だが、ドイツの経常黒字が日本のそれを大きく上回る状況が続けば、いずれ世界最大の対外純資産国の地位を巡って日本に肉薄する展開もあり得る(図)。短期的なユーロ相場の戻りの弱さに惑わされることなく、その構造的な強さに目を向ければ、やはりユーロを売りで攻めるのはやや難しいというのが引き続き筆者の基本認識である。

～待たれるドイツの改心～

もちろん、だからと言ってユーロ買いを推奨するには不安があることも事実である。近年のユーロ圏ではドイツ一強状態に対する危うさをドイツ自身が全く自覚せずに域内の歪(ひずみ)を悪化させ続けている。この状況が続く限り、加盟国で国政選挙がある度にユーロ売りが強まるという状況は大きく変わらないだろう。ユーロ圏共同債を含めた域内需要を意識した拡張財政、欧州銀行同盟における預金保険共通化など、ドイツが旗振り役となりユーロ圏の現状を前向きに変えていけそうなトピックは数多いが、4選がほぼ確実視されるメルケル独首相がスタンスを改めることは期待できない。本来発揮出来るはずの通貨としての底堅さが政治リスクによって阻害される側面は当面残ってしまうことは致し方ないだろう。筆者はユーロ圏の崩壊や瓦解を囁き立てる者ではないが、最近のドイツの立ち振る舞いを見ていると、経済分析以前の問題として、「ユーロを持ちたくない」という投資家の気持ちもやや分かるようになってきた。結局、ユーロを取引する上では経済分析と政治分析のどちらを重用するかが要諦になってくるのだと思われる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年4月5日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小ニドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月9日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ圏の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避免か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年度打ちも政治リスクは重荷～
	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か～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場～レーガノミックスとの比較～