

みずほマーケット・トピック (2017 年 6 月 14 日)

ユーロ相場の本格反転に必要なもの

ユーロ/ドル相場は 1.12 付近で堅調推移しているものの、本欄では今後 1 年間のうちに 1.15 を超えたとしても、購買力平価 (PPP) が示唆する 1.20 まではまだ時間がかかると考えている。これはひとえにマイナス金利政策の撤回が今後 1 年間では難しいと想定しているためである。『ユーロ圏投資ファンド統計』を見る限り、ユーロ圏投資家が域内資産よりも域外資産を選好する傾向は続いており、これがユーロ/ドルの重石となっている可能性はある。マイナス金利を発端として域内から域外へ資本が流出する経路は「マイナス金利でユーロを現金で持てない→域内債券へ振り向ける→域内債券の利回りも低下 (→同時にある程度は域内株式へ振り向ける) →内外金利差拡大→域外資産へ振り向ける」といったものが考えられるが、これは統計からでも推測できる動きである。ユーロ相場の本格反転にはやはりマイナス金利の撤収が必要と言える。

～政策正常化に確信を持てない為替相場～

昨日の為替相場は小動きの中、引き続きカナダドル買いが目立つ地合いとなっている。一昨日の上級副総裁に続き、昨日はポロズ・カナダ中銀総裁が金融緩和の解除に向けて前向きな発言を行っており、これを受けてドル/カナダドルは続伸している。こうした流れの中でドルインデックスも下落しており、ドル/円も 110 円前後で軟調に推移している。FOMC の結果を見極めたい向きもあろうが、見極めたいということは裏を返せば確信がないということも意味する。これほど FRB がはっきりと政策正常化の意思表示をしても、ドル買いで追随する向きは限定的であることに留意したい。

～過去 10 年のユーロ安の一因～

ところで総選挙を経て英国とユーロ圏の関係が混沌としている中であっても、依然ユーロ/ドル相場は 1.12 付近で堅調推移している。元より ECB の政策正常化に対する期待が燃える状況では容易にユーロを手放せないという投資家は多いだろう。しかし、本欄や『中期為替相場見通し』では今後 1 年間のうちにユーロ/ドルは 1.15 を超えてくる展開を予想しているものの、購買力平価

(PPP) が示唆する 1.20 まではまだ時間がかかると考えている。これはひとえにマイナス金利政策の撤回が今後 1 年間では難しいと想定しているためである。5 月下旬に公表された四半期に一度の『ユーロ圏投資ファンド統計』では 2017 年 3 月末時点のユーロ圏投資家の資産状況が判明しているが、引き続き域内資産よりも域外資産を選好する傾向が確認されており、これがユーロ/ドルの重

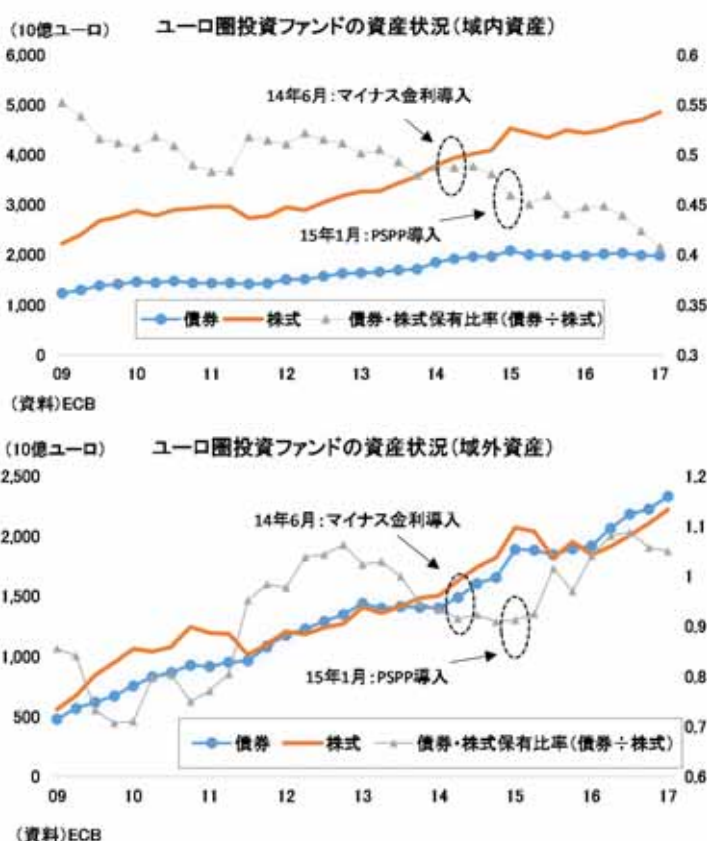


石となっている様子が窺える。為替レートが 2 通貨間の交換比率であることに鑑みれば、前頁図の示唆する論点は極めてシンプルだろう。2008 年以降から 10 年がかりで切り下がってきたユーロ相場の一因は域内投資家による売りがけん引した可能性がある。

～本格反転に必要なマイナス金利撤収～

マイナス金利を発端として域内から域外へ資本が流出する経路は「マイナス金利でユーロを現金で持てない→域内債券へ振り向ける→域内債券の利回りも低下（→同時にある程度は域内株式へ振り向ける）→内外金利差拡大→域外資産へ振り向ける」といったものが想定される。マイナス金利になったからといって直ぐに域外資産へ向かうわけではなく、まずは為替リスクのない域内資産で期待収益の高い資産クラスにシフトがある程度進んだ後、域外資産へ目が向かいやすくなると思われる。これは同調査の計数からも確認できる。2015 年 1～3 月期以降、域内においては「債券よりも株式」との傾向がはっきりと強まった。2014 年 6 月に導入されたマイナス金利や 2015 年 1 月に導入された国債を対象とする資産購入プログラム（通称 PSPP）を経て、債券・株式の保有比率は顕著に低下している。多くの域内国債の利回りがマイナス圏に沈んだことで債券を買い控える動きが強まったものと思われる。一方で、域外における債券・株式保有比率は 2015 年 7～9 月期以降、顕著に上昇しており、ユーロ圏の投資ファンドが「域内債券→域内株式→域外債券」とアロケーションを修正してきた可能性が示唆されている。

過去の本欄でも議論したように、ユーロ圏の国際収支統計などを見ても、対外証券投資の慢性的な買い越しが続いており、その一方で域外から域内への対内証券投資は殆ど盛り上がらない構図が続いている。先進国で最も深いマイナス金利政策を採用している以上、この構図は容易に変わるものではないのだろう。ユーロ/ドルが本格反転して、大台である 1.20 を超えて本格的に上昇軌道に乗るためにはマイナス金利政策の撤収をもって域内外の投資家のマインドを好転させる必要があると思われるが、どんなに早くてもこれは来年秋といったタイミングになりそうである。



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
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
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～
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～おさらい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	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠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～内政の奇立ちを外交で発散へ～
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読むか～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3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(PSPP)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～ユーロ安の底流にあるもの～
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感～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～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)