

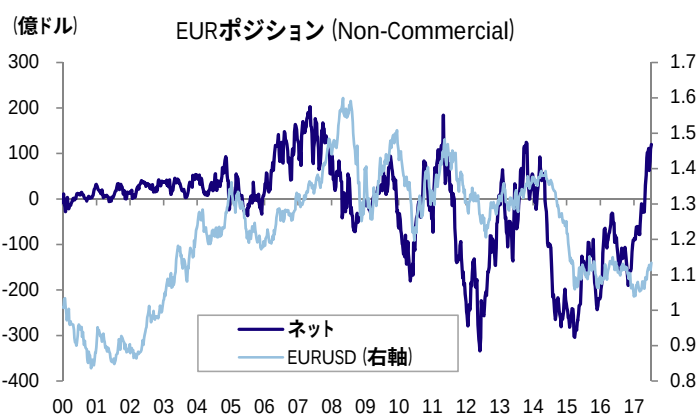
みずほマーケット・トピック (2017 年 7 月 20 日)

最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～

6 月下旬のドラギスピーチ以降続いてきた世界的な金利上昇とこれに伴うドルからクロス円通貨への資本移動 (と思しき動き) は未だ完全に収束したとは言えず、昨日のドルインデックスは遂に節目となる 95 を割り込み、昨年 9 月 8 日以来の安値をつけている。足許のドル売りムードをけん引しているのはやはり震源地となったユーロ。とはいえ、投機筋のユーロ買いの勢いが加速している割に実勢相場の戻りが鈍いという印象も抱かれる。やはりマイナス金利を完全に解除しない限り、ユーロ相場の本格的な反転は難しいものと推測される。例えば 6 月以降のユーロ/ドル上昇は米独金利差が横ばいの中で生じている展開であり、あまり持続可能性を感じない。ECB が正常化ビギナーの新鮮さをもって相場をけん引する構図に大きな違和感はないが、マイナス金利を残置したままで到達できる上値には限界があるだろう。

～局面変化を印象づける投機筋のユーロ買い～

6 月下旬のドラギスピーチ以降続いてきた世界的な金利上昇とこれに伴うドルからクロス円通貨への資本移動 (と思しき動き) は未だ完全に収束したとは言えず、昨日のドルインデックスは遂に節目となる 95 を割り込み、昨年 9 月 8 日以来の安値をつけている。足許のドル売りムードをけん引しているのはやはり震源地となったユーロであり、ユーロ/ドルは 6 月 26 日週から約+3.5%も上昇している。例えば、IMM 通貨先物取引



(資料) CFTC, Bloomberg

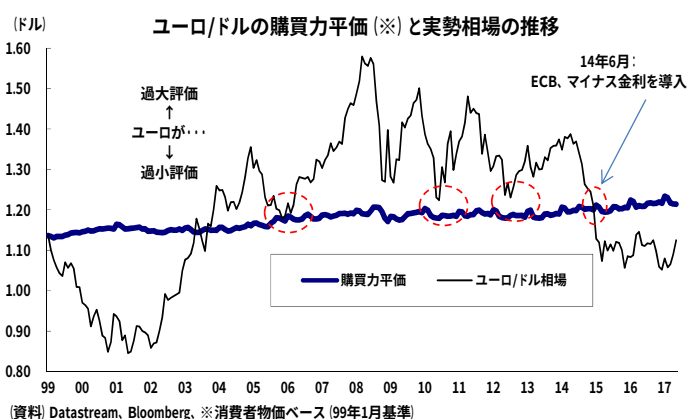
に反映される投機筋の動きに目をやれば、対ドルでのユーロのネットポジションは 7 月 11 日時点で +120.1 億ドルと 2013 年 10 月 29 日以来の高水準をつけている。過去最高の買い持ち高である +203.1 億ドル (2007 年 5 月 15 日時点) まではまだ距離があるものの、2014 年 5 月から今年 5 月までの約 3 年間、ネットポジションが常に売り持ちであったことを考えれば、過去 2 か月における局面変化はかなり劇的と言える (図)。

こうした局面変化の背景には金利に係るフォワードガイダンスの削除、眼前に控える量的緩和 (QE) の縮小 (テーパリング)、米国に比べて際立つ政治的安定性 (独仏協調) などがありそうだが、図示されるように、ユーロ買いの大きさに比べてユーロ/ドルの戻りは鈍いという印象も受ける。やはり過去の本欄でも議論したように、マイナス金利を完全に解除しない限り、ユーロ相場の本格的な反転は難しいのだろうと推測される。後述するように、内外金利差の状況なども踏まえれば、マイナス金利を残置したまま安定的に 1.20 を超えてくるのは難しい印象を受ける。

～根本的に基調を変えたマイナス金利～

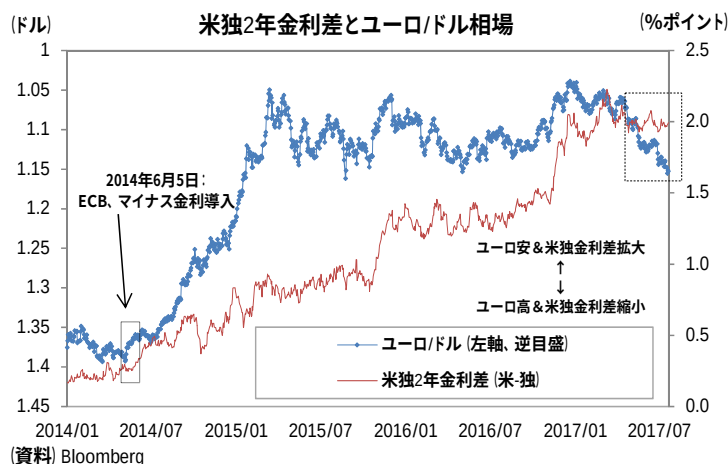
なお、ユーロ/ドルの 1.20 は消費者物価ベース(1999 年 1 月基準)で算出した購買力平価(PPP)と概ね等しい。ECB が 2014 年 6 月にマイナス金利導入を決定するまではこの PPP がユーロ/ドルのボトムとなってきた経緯があるが、逆にマイナス金利導入以降はこれを超えることができていない。こうした事実を見る限り、やはりマイナス金利はユーロ相場の基調を根本的に変える力

があったと推測され、この打破にはマイナス金利の縮小、そしてその先にあるプラス金利への復帰が必要と考えるのが自然だろう。しかし、過去も論じているように、これは大分先の話である。テーパリングが最も順当に進んだ場合でも QE が完全になくなるのは 2018 年 6 月である。その後、利上げの検討を始め、最速で決断するにしてもスタッフ見通しを伴う同年 9 月だろう。利上げが 10bp ずつ行われるとすれば、▲0.40%をリセットするのに 4 回の会合が必要になる。最速で同年 9 月、10 月、12 月および 2019 年 1 月といった会合が該当するが、このペースでも 2019 年まで待つ必要がある。



～ユーロ/ドル上昇を阻む米独金利差～

また、米独 2 年金利差(米国ードイツ)とユーロ/ドルの間には安定的な関係があることで知られる。今年 3 月以降のユーロ/ドル上昇の背景にも米独金利差の縮小(相対的なドイツ金利の上昇)があった(図)。だが、6 月に入ってからユーロ/ドル上昇は米独金利差が横ばいの中で起きており、やや急な印象も拭えない。所詮、これから ECB がやろうとしていることは緩やかなテーパリングであって利上げではないことを思えば、ユーロ/ドルがここから一段高を目指すのは内外金利差の面からは難しいように感じられる。冒頭述べたように、投機的なユーロ買いの勢いに照らせばユーロ/ドルの上昇は鈍いように見えるが、内外金利差に照らせば上昇は限界が近いという見方も可能である。ECB が正常化ビギナーの新鮮さをもって相場をけん引する構図に大きな違和感はないが、マイナス金利を足枷として引きずっている以上、到達できる上値もまた、限られたものになりそうである。



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7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
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～ベアン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йна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を前に～
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心～)
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？～)