

みずほマーケット・トピック(2017年9月4日)

ユーロ買いに対する現状認識について

過去2か月、為替市場の主役は明らかにユーロであった。ユーロ買いの契機を ECB の正常化プロセス着手と理解する向きが大勢だろうが、遡ればこれはフランス大統領選挙への期待と結果を受けたムードから始まっていた。米英の政権基盤の脆弱性が伝えられる中、EU2 大国(独仏)の政治安定が前向きに評価され、ユーロ買いが誘発された経緯があった。だが、ここに来てマクロン大統領の支持率は急落しており、ユーロ買いの契機となった「マクロン大勝→メルケル4選確実→独仏を主軸とする EU 政治安定」というロジックには綻びも見られる。もちろん、2014年6月のマイナス金利導入以降、ポートフォリオにおけるユーロ建て資産を削ぎ落す動きが一方向的に継続してきた経緯があるため、現状のユーロ買いは文字通り正常化プロセスの一端でしかないという見方は一理ある。とはいえ、現実問題として ECB がテーパリングを決断し、これが順当に進んだとしても、利上げに着手できるのは最短で1年後、金利がプラス圏に復帰するのは2019年以降であり、如何ともしがたい欧米金利差は当分残る可能性が高い。

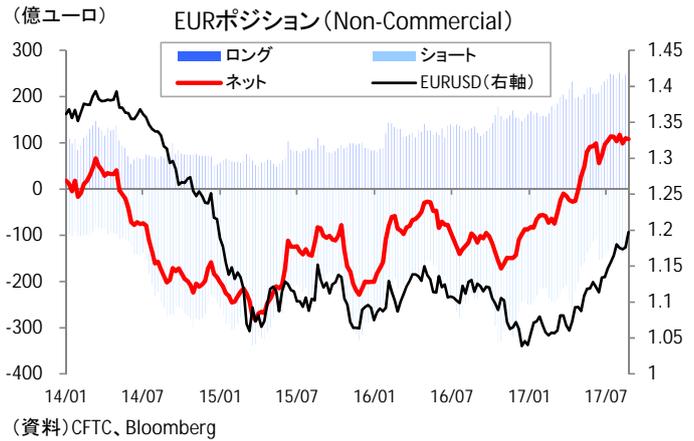
～もはや B/S 縮小と利上げの併存は難しい～

米8月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比+15.6万人と市場予想の中心(+18.0万人)を下回った。また、家計調査に基づく失業率は4.4%と前月(4.3%)から上昇している。注目された平均時給は5か月連続で前年比+2.5%となり、これも市場予想(同+2.6%)を下回った。量(NFP)も質(時給)も市場予想の希望を満たさず、本丸であるコア PCE デフレータの加速も見られない。かかる状況下、北朝鮮の核実験強行により地政学リスクは再び高まっており、FRB がバランスシート(B/S)縮小をコミットして、利上げも併存させるというのはやはり性急と考えるのが自然だろう。同日に公表された米8月ISM製造業景気指数は58.8と2011年4月以来の高水準をつけており、ハリケーン「ハービー」の影響は計数に現れず、非常に強い仕上がりとなっているものの、ここからの上げ余地はもはや限定的であろう(ISMが60を超えて安定するケースは歴史的にも極めて稀な話である)。少なくとも、既に金利・為替市場はFRBの正常化スタンスを真に受けてプライシングするステージは終わっているように思われる。

～マクロン大勝はユーロ高の一因だったはず～

ところで、リスク回避ムードの高まりと共にやや騰勢が落ち着いた感はあるが、過去2か月、為替市場の主役は明らかにユーロであった。ユーロ買いの契機を ECB の正常化プロセス着手と理解する向きが大勢だろうが、実は違う。チャートを見れば一目瞭然だが、ユーロ/ドルの反転は4月半ばから本格化しており、これはフランス大統領選挙の第1回投票(4月23日)への期待と結果を受けたものであった。その後の上離れは決選投票(5月7日)におけるマクロン氏の大勝が寄与していることは言うまでもない。次頁図に示されるように、IMM 通貨先物取引において投機筋のポジションが

ネットでユーロ買いに転じたのも5月初旬であった。今次ユーロ高の起点がマクロン氏大勝と同氏への期待から始まったことは今一度思い出しておきたいところであり、その上で4選が確実視されるメルケル独首相と親和性の高い政策観を持つことが持て囃され、両者を総称してダブルMないしメルクロンとの造語が飛び交ったことも記憶に新しいだろう¹。米英の政権基盤の脆弱性が伝えられる中、EU2 大国の政治安定が前向きに評価され、ユーロ買いが誘発されていたという経緯があったのである。



足許、ユーロ高のドライバーとして真っ先に指摘される ECB の正常化プロセスを多くの市場参加者が意識し始めたのは6月政策理事会のフォワードガイダンス修正前後からであり、本格的に材料と認められたのは6月27日のシントラ講演以降の話だろう。こうした経緯をチャートだけから議論するならば1.06~1.12程度の上昇はフランス大統領選挙とこれに伴う欧州政治の安定が寄与した面が小さくないようにも見える。

～マクロン支持率急落:リベラル復調の論陣は短命に～

だが、ここにきてマクロン大統領の支持率が急落している。ユーロ買いの契機となった「マクロン大勝→メルケル4選確実→独仏を主軸とするEU政治安定」というロジックには既に綻びが出ていることは気にしたい。8月27日に公表された世論調査において、マクロン大統領の仕事ぶりに不満を表明した有権者の割合が7月の43%から57%に大幅上昇したことが報じられている(調査は仏世論研究所(Ifo)がジュルナル・デュ・ディマンシュ紙のために実施したもの)。当選直後、70%弱という高水準から始まったマクロン大統領への支持率は今や40%を割り込んでおり、半減の様相を呈している。就任直後から足許に至るまでの支持率下落幅としては前任のオランド元大統領よりも大きいという。元よりこれといった具体策へのイメージが乏しいにも拘らず大統領選挙および総選挙で華々しくデビューしたことに関し、その持続性を訝しげに見る向きが強かったが、想定よりも早く失望が大きくなってきた印象である。

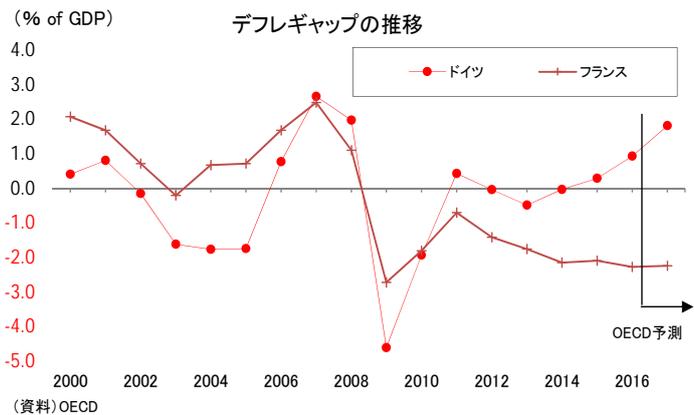
緊縮路線や労働市場改革を巡って世論からの反感が生じている上、軍部との軋轢が表面化していることも一因と目される。もちろん、「何もやっていない」段階での評価ゆえ、今後上向くこともあり得るが²、マクロンフィーバーとも言える前向きな雰囲気は沸いた100日前の状況は一変している。マクロン大勝後、リベラル復調を拙速に持ち上げた論陣はどうやら短命に終わりそうである。

¹ 例えば2017年7月19日付の日本経済新聞は「『メルクロン』ユーロに勢い」と題し、強いユーロ復活の可能性を議論している。そのほか、7月13日付のニューズウィーク日本語版(オンライン)では「勢いづく『メルクロン』vs 落ち目のメイ イギリスはEUを離脱できないかもしれない」といった記事を掲載している。

² 仏調査会社エラブ社が8月23日に発表した世論調査に拠れば、マクロン政権に「満足」と答えたのは14%で、「がっかりした」が36%を占めたが、50%は「評価するのは時期尚早」と回答している。(資料)読売新聞、2017年8月27日

～如何ともしがたい独仏格差～

本欄では繰り返し議論してきた点ではあるが、マクロン大統領がメルケル首相と共同歩調を取るからといって、フランス経済の地力がドイツのそれに劣後しているという事実が変わるわけではない。ユーロ圏で唯一プラスの GDP ギャップを拡大し続けるドイツと、同じく唯一デフレギャップを拡大し続けるフランスとの間には如何ともしがたい格差がある(右図)。ドイツが好む緊縮路線や構造改革、金融政策の正常化といった

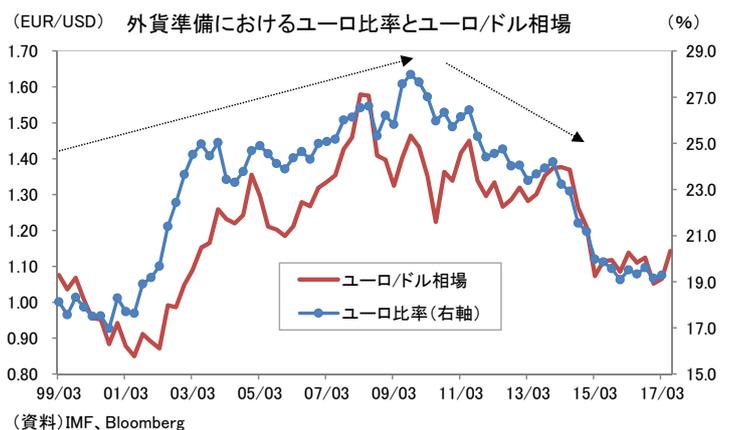


テーマはこれまでのフランスが忌避したかったものであり、マクロン大統領の好みではあってもフランス国民の大勢の好みではなかった。過去を振り返ればユーロ高に真っ先に苦情を申し立ててくる傾向が強いのがフランスそしてイタリアであったはずである。実際、先週はルメール仏経済・財務相の「ユーロ高はフランス経済にとって懸念材料」との発言も見られ、雲行きが怪しくなり始めている。

英国なき今、フランスができることはドイツの傍に立つことで「域内の大国っぽく」振舞い、これにより何とか EU の勢力均衡を図ろうとすることくらいである。だが、若くて新鮮な指導者が現れたからといって、一夜にしてフランスがドイツと対等になり、ドイツと同じくらいのユーロ高を歓迎できる体質になるはずがない。ジャクソンホールではユーロ高容認という無理筋としか言いようがないレッテルを貼られたドラギ ECB 総裁だが、今後はフランスを筆頭に、金利と通貨の上昇に耐えられない(ドイツ以外の)加盟国に配慮し、その払拭に努める場面が恐らく多くなってくると考えたい。

～正常化としてのユーロ買い？～

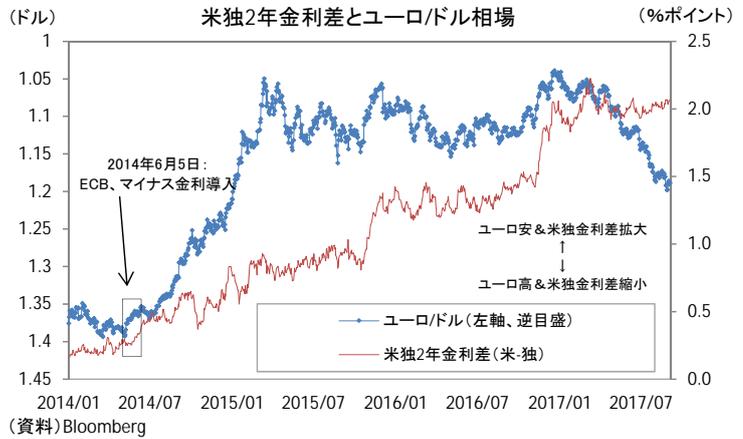
もちろん、2014年6月のマイナス金利導入以降、中央銀行や政府系ファンド(SWF)などのリザーブプレーヤーを筆頭としてポートフォリオにおけるユーロ建て資産を削ぎ落とす動きが一方向的に継続してきた経緯があるため、現状のユーロ買いは文字通り正常化プロセスの一端でしかないという見方もある。確かに、欧州債務危機の影響も相まって、2017年3月時点の世界の外貨準備におけるユーロ比率は19.3%とピークの2009年9月末(28.0%)から実に約9ポイントも低下した(一方でドルや円の比率が上昇した)。ポートフォリオにおいて「ドルに次ぐ地位にあるユーロ建て資産が過少となっている状態は健全ではない」との判断の下、比率の復元を図るのは当然という考え方は相応に説得力がある。



だが、現実問題として ECB がテーパリングを決断し、これが順当に進んだとしても、利上げに着手できるのは最短で1年後、金利がプラス圏に復帰するのは2019年以降となる。仮に2018年1

月から月 100 億ユーロずつ減額し、6 月にゼロ (APP 廃止)、9 月に預金ファシリティ金利の引き上げ (恐らくは 10bp ずつで最初は▲40bp→▲30bp) に着手したとしても、その後 12 月 (▲30bp→▲20bp)、2019 年 3 月 (▲20bp→▲10bp)、6 月 (▲10bp→ゼロ%) という想定であり、ここでやっと 5 年ぶりに 2014 年 6 月の金利水準に戻る。

なお、マイナス金利導入時のユーロ/ドルは 1.30 以上であったが、その頃の FF 金利はゼロ%であったことを忘れてはならない。今や「1.00～1.25%」まで引き上げられた FF 金利との相対関係で考えれば、如何ともしがたい欧米金利差は健在であり (図)、単純に預金ファシリティ金利がゼロ%に到達したからと言って 1.30 台に戻るとは限らない。現状の 1.20 付近は購買力平価 (PPP) に概ね合致する水準であり、節目としても達成感を指摘する向きが多く、ここから先の上値は重いと考えたいところである。



上述したように、ユーロ買いの契機を与えたフランスの政局安定が既に揺らぎ始め、しかも同国高官からユーロ高への苦情が口にされ始めている。ECB が正常化を進めるに伴って、フランスと同じ思いの加盟国は今後複数出てくる可能性が高いだろう。シントラ講演以降のドラギ総裁の腰の引けたハト派寄りの情報発信も考慮すれば、やはり金利と通貨の上昇を伴う正常化プロセスはせいぜいテーパリングまでで終わり、金利を調節するまでには至らないというのがメインシナリオになるのではないか。先週発行の『中期為替相場見通し』でも示したように、ユーロ/ドルはせいぜい 1.20 台前半を天井として反転が始まるというのが筆者の基本認識である。

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.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9月1日 | 週末版 |
| 2017年8月30日 | メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～ |
| 2017年8月29日 | 北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて |
| 2017年8月28日 | ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～ |
| 2017年8月25日 | 週末版 |
| 2017年8月23日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分) |
| 2017年8月18日 | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～) |
| 2017年8月17日 | FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～ |
| 2017年8月16日 | 17年上半年の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～ |
| 2017年8月15日 | 米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～ |
| 2017年8月14日 | VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整 |
| 2017年8月10日 | 週末版 |
| 2017年8月9日 | 2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて |
| 2017年8月8日 | 技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状 |
| 2017年8月7日 | 米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～ |
| 2017年8月4日 | 週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～) |
| 2017年8月3日 | フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～ |
| 2017年8月2日 | フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～ |
| 2017年8月1日 | 実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～ |
| 2017年7月28日 | 週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～) |
| 2017年7月27日 | FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～ |
| 2017年7月26日 | ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～ |
| 2017年7月25日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分) |
| 2017年7月21日 | 週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～) |
| 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～ |
| 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～花道的正常化は続く模様～ |
| 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～ドラギ総裁はしくじった模様～) |
| 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～ |
| 2017年6月26日 | 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 | ブライト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ンプトレード～ |
| 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文書修正～ |
| 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～株値は耐えられるのか？～ |
| 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～ |
| 2017年5月23日 | 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22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～ |
| 2017年4月25日 | 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 | 真っ当な米利上げ反対論～ブラ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へ～ |
| 2017年3月31日 | 週末版 |