

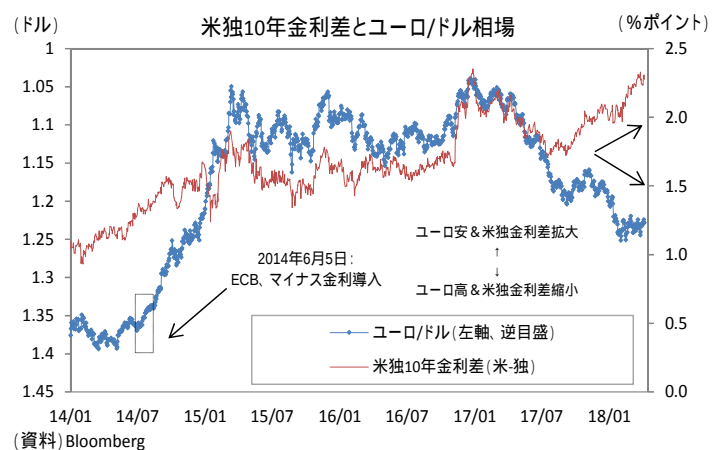
みずほマーケット・トピック(2018 年 4 月 11 日)

ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～

過去 1 年、為替相場の主役となったユーロ相場だが、足許ではすっかり地味な存在に落ち着いている。改めてなにが今年のユーロ相場を駆動したのかを振り返った上で、簡単に現状と展望を示してみたい。各種金利差を交えたシンプルな回帰分析やユーロ圏対内・対外証券投資の動きなどを踏まえれば、過去 1 年間のユーロ圏を巡る資本フローは総じて独金利と米金利の相対的な高低関係に左右され、ユーロ/ドル相場の方向感もそれに規定されてきたという印象が強い。とすれば、やはりユーロ/ドル相場が本格的に反転するためにはマイナス金利の解除が視野に入ってくる必要がある。どんなに早くとも最初の利上げ着手が 2019 年半ば以降と思われる中で、ユーロ/ドル相場の 1.30 到達が当面難しそうという筆者の見解は変わらない。

～改めて分析するユーロ/ドル相場の値動き～

2017 年を通じて為替相場の主役となったユーロ相場だが、今年に入ってからすっかり地味な存在に落ち着いている。もちろん、昨年のような大掛かりな動きはいつまでも続くものではないが、動きが落ち着いてきたところで今一度、何が今年のユーロ相場を駆動したのかを振り返った上で、簡単に現状と展望を示してみたい。本欄でも繰り返し言及している論点ではあるが、ユーロ/ドル相場の値動きに関しては米独 10

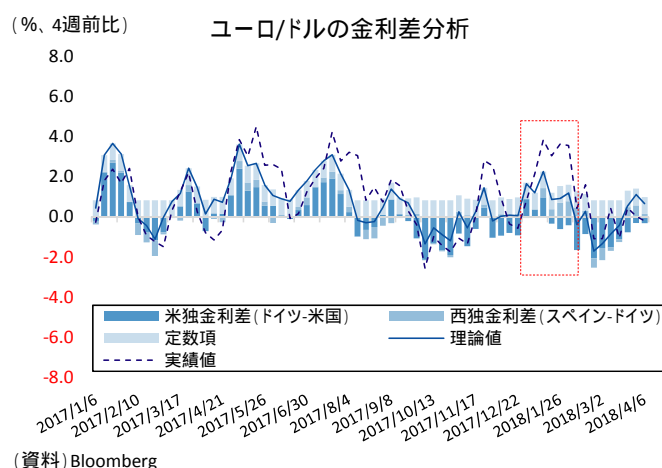


年金利差と重ねて議論されることが多く、実際、ECB も折に触れてこの視点を紹介している。図に示されるように、昨年半ば以降、米独 10 年金利差(米国 - ドイツ)が顕著に拡大しているにもかかわらずユーロ/ドルの上昇が続いてきた経緯もあり、この「ねじれ」については ECB も違和感を表明しているところである。もっとも自己相関性が強い為替相場ではオーバーシュートが常であり、理論的に正当化されない動きは頻繁に起こる。昨年来見られている「ねじれ」に関しては、やはり「正常化ビギナーとしての ECB」という新鮮さが評価される中で、抑制されていた潜在的な買い需要が一気に開放されたという側面が大きいのではないかと。ドルに次ぐ世界第二位の通貨でありながら、金融危機後はユーロを一方的に削ぎ落とす動きが先行し過ぎていたという見方は少なくない。

～金利差が左右するユーロの投資妙味～

とはいえ、ユーロ/ドルと各種金利差の変化率に関し回帰分析をしてみれば、それほど不可思議

な動きが続いてきたわけではない。図は 2017 年中の変化率(4 週間前対比)に関し、ユーロ/ドルを米独 10 年金利差および西独 10 年金利差(スペイン 10 年金利-ドイツ 10 年金利)に回帰させた結果である¹。米独 10 年金利差はドルと比べた際のユーロの投資妙味を測る説明変数として、西独 10 年金利差は域内周縁国に対するソブリンリスクを測る説明変数として加えたものである。想定される符号関係は共に金利差拡大がユーロ売り・ドル買い(ユーロ/ドルの下落)に効くという前提である。図示されるように昨年 7 月頃までに見られたユーロ/ドルの上昇には独 10 年金利の米 10 年金利に対する相対的な上昇が寄与していた様子が窺える。



片や、8 月から年内いっぱい米独 10 年金利差がむしろユーロ/ドルを押し下げる方に作用し、実際に上昇は止まり、横ばいが続いた。その後、2018 年に入って見られた急騰は理論値を大きく凌ぐものであり(図中点線四角部分)、前頁図から得られる違和感を決定付けているのもこの時期の動きである。敢えて言えば、スペイン 10 年金利がドイツ 10 年金利よりも相対的に下落していたことがユーロ買いに繋がった跡が窺えるが(より厳密にはユーロ圏実体経済の回復に伴うソブリンリスクプレミアムの剥落という解釈)、これらの金利差以外に意識された要因も大きかったということだろう。この点、年初からは ECB の早期利上げに係る期待も膨らんでいたため「これから始まる ECB の正常化」への高揚感が寄与した可能性などが考えられる。

2018 年 2 月以降、ユーロ/ドル相場は軟化している。この背景に米金利急騰を受けてユーロの対ドルでの投資妙味が薄れていることが影響していそうなことは図からも察しがつく。2 月以降、米独 10 年金利差は一貫してユーロ/ドル相場の押し下げを示唆しており、3 月に入ってから理論値が示唆するほど実績値の上昇幅が実現できていない状況が続いている。

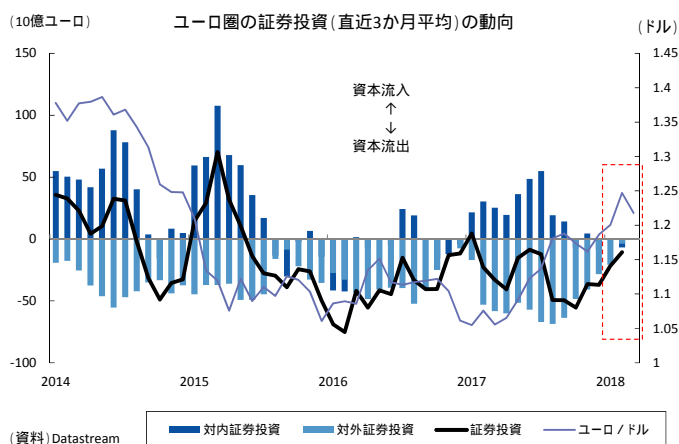
～資本フローも金利差に追従～

なお、上述のようなユーロ/ドル相場と内外金利差の動向を結びつける議論は資本フローからも説明がつく。次頁図はユーロ圏の対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の動きを重ねたものである。これを見る限り、やはり上半期においては域外から域内への対内証券投資が旺盛だったことが窺える。上で見たように、これは独 10 年金利の米 10 年金利に対する相対的な上昇が見られ、ユーロ建て資産への投資妙味が増している時期だったゆえ、こうした証券投資の動きは事実関係として

¹ Centre for Economic Policy Research, “The dollar-euro exchange rate, 2016-2018”, April.4 を参照に立論した。同エッセイでは月次データを用いた分析を行っているが、本欄では週次データの 4 週間前対比の変化率を対象として分析を試みている。CEPR は欧州の有力な政策シンクタンクであり、これが運営する政策ポータルサイト「VoxEU.org」に掲載されている。同サイトの運営には日本の経済産業研究所 (RIETI) も提携先として加わっている。

平仄が合うものである。一方、下半期にかけて対内証券投資は基調的に細り始め、今年に入ってから完全に途絶しており、ユーロ/ドル相場のピークアウトともタイミングが重なる。過去 1 年間のユーロ/ドル相場に関しては、総じて独金利と米金利の相対的な高低関係に応じて資本フローが左右され、ユーロ/ドル相場の方向感もそれに規定されてきたという印象を受ける。とすれば、本欄では繰り返し論じている点だが、

やはりユーロ/ドル相場が本格的に反転するためにはマイナス金利の解除が視野に入ってくる必要があるだろう。どんなに早くとも最初の利上げ着手が 2019 年半ば以降と思われる中で、ユーロ/ドル相場の 1.30 到達が当面難しそうという筆者の見解は変わらない。



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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生そうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り方」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～