

みずほマーケット・トピック(2018 年 5 月 17 日)

軟化するユーロ相場の現状と展望について

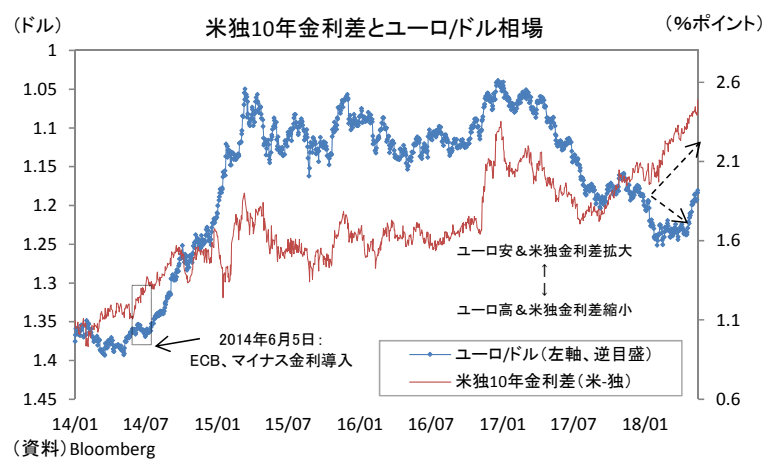
欧米金利差とユーロ/ドル相場という観点から見た場合、元々ユーロが買われ過ぎていたという印象はあり、足許の米金利上昇がこの修正を促しているようにも見受けられる。また、年明け以降のユーロ圏の基礎的経済指標が軒並み悪化していることや、主要加盟国の政治が不安定化していること、そして投機ポジションが一方に傾きすぎていることなどもユーロ相場の足枷となっていそうである。こうした状況下、ユーロ相場が反転するとしたら、やはり ECB の「次の一手」に拠るところが大きくなりそうだが、そもそも当の ECB や一部加盟国がユーロ高を望んでいない節があるという点は重要。米独金利差が相応に拡大していた方がユーロの騰勢を抑制したまま、落ち着いて正常化プロセスの進捗(≒利上げ)を検討できるというのが ECB の本音に近いのではないかと。「ユーロ高を招かないように運営する」という為替従属的な発想はおおよそ金融政策ではなく通貨政策の思考回路だが、かつて日銀が辿ってきた道程そのものでもある。

～何かにつけてユーロが手放されやすい地合い～

昨日の為替市場ではユーロ相場が軟化する展開。連立協議の行方が注目されているイタリア政局において、反 EU 政党である「五つ星運動」と反移民政党である「同盟」の協議内容に ECB に対する債務減免計画が含まれているとの報道が取り沙汰されている。同計画は両党から否定されているものの、これを嫌気したイタリア 10 年債利回りは約 2 か月ぶりに 2% を突破し、ユーロも売り優勢となっている。懸案の債務減免計画が両党から否定され、連立合意に向けて歩みが進んでいるのであれば、再選挙実施に比べればましな方向へ事態が向かっていると考えられるが、いかなせん投機筋のユーロ買いポジションが過去最大規模にまで膨らんでいたという事情もあり、何かにつけてユーロが手放されやすい環境にあることは間違いない。

～ユーロ相場にとって相当分が悪い状況～

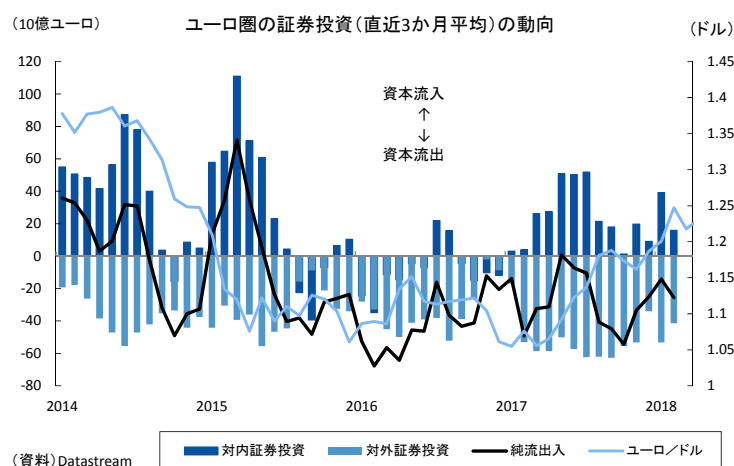
また、過去の本欄でも何度か議論しているように、欧米金利差とユーロ/ドル相場という観点から見た場合、そもそもユーロが買われ過ぎていたという印象はある。右図は ECB も折に触れて引用する米独 10 年金利差とユーロ/ドルの関係を見たものだが、昨年半ば以降、両者は著しく乖離していた(図中、点線矢印部分)。約 1 か月前から見られているユーロ/ドル相場の下落はそうした乖離



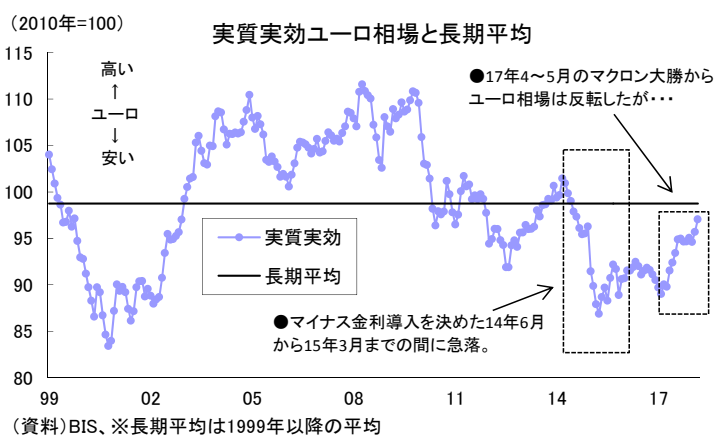
を修正する動きとも考えられ、チャート上は大きな違和感はない。米金利の際立った上昇がこの相場をけん引していることに疑いはないものの、年明け以降に見られているユーロ圏の基礎的経済指標が軒並み悪化していることに加え、冒頭述べたような政局混乱やポジションの傾きもあったことを踏まえれば、やはりユーロ相場にとって相当分が悪い状況になりつつあるように思える。

～元々は「EU の政治安定」がテーマだった～

ユーロ相場の軟調はリアルな資本フローからも裏付けられる。右図はユーロ圏の対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の動きを見たものであるが、マイナス金利を導入した2014年以降、基本的に域内からの資本流出が優勢であった。ユーロ/ドルが年間で約+15%と急騰した昨年は確に対内証券投資が前年・前々年に比べて旺盛であったが、それでも域外への対外証券投資が優勢であり、ネットで見れば資本流出となっていた。上述したような米独金利差の拡大が残置されている中で、この資本フローの状況が大きく変わることは考えにくいだろう。ユーロ建て資産の投資妙味は明らかに見劣りするものである。



ちなみに昨年上半期に域内への対内証券投資が増大していた背景はECBへの正常化期待もさることながら、4月のフランス大統領選挙においてルペン・リスクが排除されたことも大きかった(当時はブレグジット、トランプに次ぐ「3度目のまさか」として不安を抱く向きが多かった)。実際、図に示されるように、ユーロ相場が反転し始めたのは昨年4月からであり、ドラギ ECB 総裁のシントラ講演(同年



6月)よりも前である。そうした「EU の政治安定」に対する期待がユーロ圏に資金を引き戻す端緒になっていたことを思えば、マクロン仏大統領およびメルケル独首相が内政運営に苦戦し、イタリアで政治空白が騒がれている現状は対内証券投資の退潮を予感させる。「広がる米独金利差」と「EU の政治“不”安定」、そして解消されていないユーロロングポジションがある限り、当面のユーロ/ドル相場がはっきりと上昇するのは難しいというのが実情ではないか。

～為替従属に陥る ECB の金融政策～

今後、ユーロ相場が反転するとしたら、やはり ECB の「次の一手」に拠るところが大きくなりそうだが、そもそも当の ECB や一部加盟国がユーロ高を望んでいない節があるという点は重要である。 拡

大資産購入プログラム(APP)の年内終了が既定路線となる中、市場の視線は利上げタイミングに移っており、その検討を示唆するだけでも再びユーロ相場が騰勢を強める可能性は高い。ユーロ圏への投資が手控えられている背景に▲0.40%という非常に大きなマイナス金利の存在があることは間違いない。投資家のみならず、外貨準備運用を担うリザーブプレーヤーにおいてもその弊害を忌避する向きがあるとされている。2019 年におけるマイナス金利の解除は 5 年に亘って毀損してきたユーロ建て資産の投資妙味を根本的に改善するものであり、その実現可能性が視野に入った時のインパクトは昨年 6 月のシントラ講演の比ではないことが予想される。

しかし、見通せる将来においてユーロ圏消費者物価指数(HICP)の前年比 2%到達が難しい状況でそのような決断を下すことが ECB に可能なのだろうか。筆者はそう思っていない。そもそも年初来見られている各種計数の減速が一時的要因だけではなくユーロ高要因にもあるのだとしたら、正常化プロセスそのものを休止させる必要が検討されるかもしれない¹。少なくともユーロ高が不都合な ECB にとっては米独金利差が相応に拡大していた方がユーロの騰勢を抑制したまま、落ち着いて正常化プロセスの進捗(≒利上げ)を検討できるというのが本音ではないか。

そのように考えると、FRB の正常化プロセスと米金利上昇が順当に確認できている今だからこそ、ECB が利上げを検討する可能性は高い。こうした「ユーロ高を招かないように運営する」という為替従属的な発想はおおよそ金融政策ではなく通貨政策の思考回路だが、かつて日銀が辿ってきた道程そのものであり、今や世界最大の経常黒字圏となったユーロ圏がこれをなぞっても全く不思議ではない。

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。

¹ 本欄 2018 年 5 月 10 日号『最近のユーロ圏経済の失速について』をご参照下さい。

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5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
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～
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と各国通貨の現状～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～米減税はドル買いにとならず～
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しそうか？～遅くとも19年～