

みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 16 日)

ユーロ相場と資本フローの近況

ユーロ相場のドライバーとしてはイタリア、ブレグジットそして足許ではドイツといった政治情勢が注目されやすいが、実際の相場動向は金利やこれに付随する資本フローといった極めて基本的な論点に素直に追随する性格もある。2017 年のユーロ急騰の背景には「EU の政治安定 & シントラ講演 → ECB 正常化期待の高まり → 域外から域内への対内証券投資拡大 → ユーロ高」という文脈があった。しかし、利上げ着手のタイミングが最速でも 19 年以降と目される一方で FRB の利上げは淡々と進んでいるため、欧米金利差の縮小に限界があり、ユーロ/ドル相場も値を上げきれないというのが今年に入ってからの実情。マイナス金利政策を根本的に除去するという局面に入らない限り、ユーロ/ドル相場が安定的に 1.20 を超えて推移するのは難しそう。

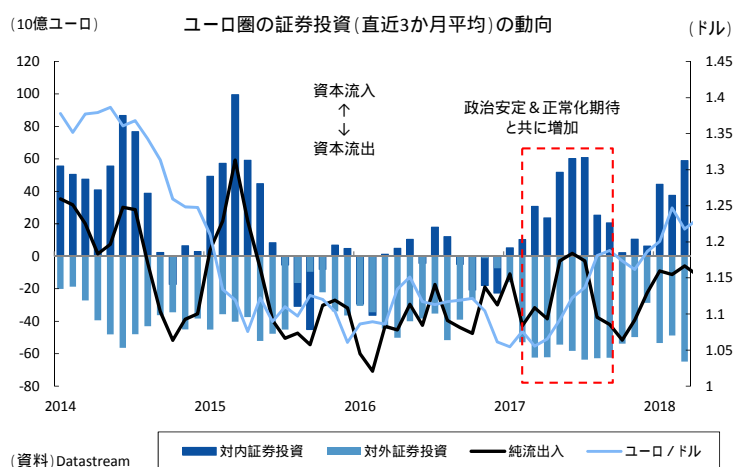
～ようやく 112 円割れ定着～

昨日の為替市場ではドル相場が下落した。サウジアラビア記者失踪を巡り、同国政府が記者の殺害を認める可能性が取り沙汰されており、これを受けてトランプ政権が制裁に乗り出すとの報道も見られている。また、昨日は米9月小売売上高が市場予想に届かなかったことや為替政策報告書の公表を控えてドルの買い持ちを減らしたいとの思惑も絡んでいた模様である。

一方、ユーロは英国のEU離脱(ブレグジット)交渉がどうやら11月になってもまとまらない可能性が強まっており、昨日はトウスクEU大統領がEU首脳会議を前に「合意なし離脱(いわゆるクリフエッジ)のリスクが高まっている」との書簡を参加者に送付したという。かかる状況下でポンド相場は当然下げがきついが、ユーロ相場の上値も重く推移している。欧米においてリスクオフ地合いが定着する中、円相場は強含みだが、ようやく112円割れが定着する程度であり小康状態である。

～ユーロ相場と資本フローの関係～

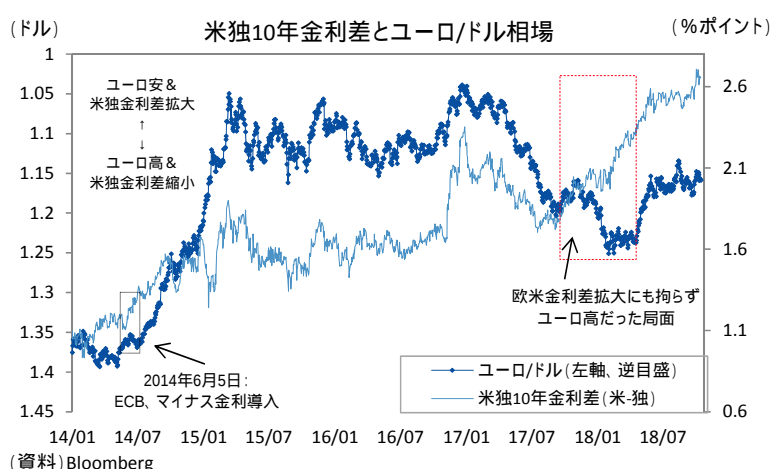
なお、ユーロ相場を議論するにあたってはイタリア、ブレグジットそして足許ではドイツといった政治情勢がどうしてもドライバーとして注目されやすいが、実際の相場動向は資本フローに素直に反応している印象もある。右図は国際収支統計における対内・対外証券投資とユーロ/ドル相場の推移を重ねたものである。2017 年はドラギ ECB 総裁のシントラ講演(同年 6 月)を受けてユーロ相場が急騰した年として記憶に新しいが、実際は同年 3 月のフランス大統領選挙でマクロン氏が決勝したとこ



ろから流れが変わった。2015～2016 年にかけて殆ど対内証券投資が見られなかったにもかかわらず、2017 年に入ってからこれが復調しているのは「EU の政治安定 & シントラ講演 → ECB 正常化期待の高まり → 域外から域内への対内証券投資拡大 → ユーロ高」という文脈があったためである。図に見られるように、2017 年前半は基調的に対内証券投資がはっきりと盛り上がり、これと共にユーロ相場も浮揚していた。2017 年後半にこれが収束しているのは、ユーロ相場の急騰を受けて正常化を急がないとの情報発信が ECB から発せられたためであった。今年に入り再び対内証券投資が戻ってきているのは、フォワードガイダンスにおける緩和バイアスの削除に始まり、年内の量的緩和 (QE) 終了やその先に訪れるだろう利上げへの期待が膨らんだことに起因している。

～ユーロ相場と資本フローの関係～

とはいえ、前頁図にはもう 1 つの側面があることも気づくだろう。域内から域外への対外証券投資は常に勢いが維持されており、これはユーロ相場が騰勢を強めた 2017 年を通じてそうだった。ゆえに、ネットで見た資本フローが域内への純流入になることはなく、せいぜい「ぎりぎりニュートラル」に近い状態までしか需給の変化が生じていない。結局、利上げ着手のタイミングが最速でも 2019 年以降と目される一方で FRB の



利上げは淡々と進んでいるため、欧米金利差 (米国 - ドイツを想定) の縮小に限界があり、ユーロ/ドル相場も値を上げきれないのが実情と見受けられる (図)。昨年を振り返っても、年初から年央にかけてのユーロ相場上昇は欧米金利差の縮小と平仄の合う動きであったが、年央から 2018 年初頭にかけての上昇は欧米金利差拡大の中で見られている一種の「ねじれ」があった。今年に入ってからユーロ/ドル相場が値を下げているのはこの「ねじれ」の修正とも考えられる。国際収支統計は本稿執筆時点で 7 月分までしか出ていないが、8～9 月は FRB の正常化プロセスへの期待が強まる中で恐らく純流出が拡大したのではないかと。やはりマイナス金利政策を根本的に除去するという局面に入らない限り、ユーロ/ドル相場が安定的に 1.20 を超えて推移するのは難しいという実情が透けて見える。政治関連のノイズが多いユーロ相場だが金利やこれに付随する資本フローといった極めて基本的な論点に素直に追随する性格があることは見通し作成上、重要なポイントと言える。

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。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10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～ 庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～ 起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～ 緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～ 求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～ 今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～ 昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～ 見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～ オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～ 言うは易し・・・だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～ 機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ 再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～ 第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～ 皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～ 敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～ BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～ 高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～ 色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～ もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～ 元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～ 市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～ 肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～ いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～ いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ 金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～ 金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～ 一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～ 米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～ 見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～ 論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～ 欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～ 債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～ 予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～ 再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～ EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～ 米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～ 分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～ 市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～ テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～ 成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～ 世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～ イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～ このままでは消えず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～ イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～ 安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～ 論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～ 金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場現状と展望について
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～