

みずほマーケット・トピック(2018年11月20日)

## ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について

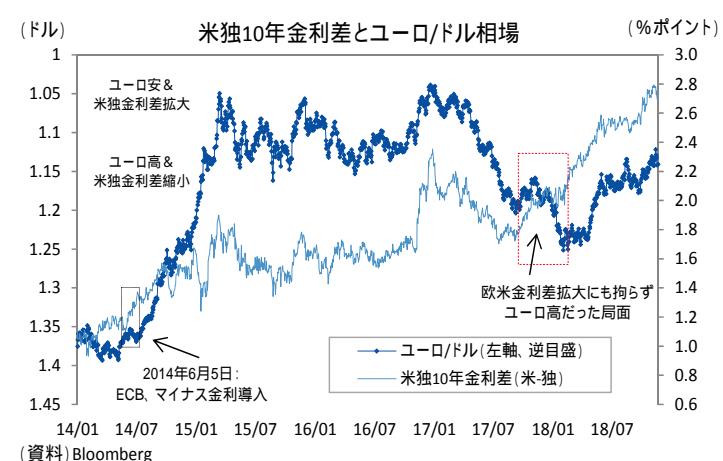
リスクオフムードが続く中、為替市場では円やスイスフランといった御馴染みの顔触れが高いが、米金利とドルの失速を受けてユーロ相場も騰勢を強めている。本欄や『中期為替相場見通し』では「ユーロ圏にポジティブな材料は見出せないが、高いところから落ちてくるドルの“敵失”によってユーロ相場は堅調を維持できる」という見通しを主張してきたが、過去1週間のユーロ相場はそのような想定に沿った動きである。最近欧州では良い話が全くないが、常に「相手がある話」である為替市場では「ドル安は最大のユーロ高要因」ということなのだろう。最近のユーロ圏国際収支統計などに現れる資本フローの動きなどを見る限り、今後、域内への資本フローはあまり期待できそうなく、その面からユーロ相場がどうなるのかは興味深い論点ではある。だが、域内への資本流入に不安を抱えながらも、依然として米金利やドルが高い水準からの調整過程にあることを思えば、当面は「敵失のユーロ高」が期待できる局面を想定しておきたい。

### ~いよいよ住宅周りの指標に変調~

昨日の金融市場ではIT企業業績や経済指標の悪化が取り沙汰される中で米株が急落し、NYダウ平均株価は一時、前日比500ドルを超える下落幅となった。米IT企業業績への懸念は元より、昨日は米11月NAHB住宅市場指数が2014年以来の大幅低下となったことが目を引いた。同指標は住宅建設業者の景況感を示す指標だが、それ以前に新築住宅および中古住宅の販売件数や建設許可件数も今年に入ってから明確にピークアウトしている。累次にわたる利上げの必然の帰結だが、いよいよ金利感応度の高い投資の代表格である住宅投資に変調をきたし始めたということだろう。住宅投資それ自体がGDPに占める割合はさほど大きくないものの、それに付随する消費(例えば自動車など)も想定されることから、景気減速の発端として注目されやすい。先週来、FRB正・副議長が慎重な発言をしていることは、こうした動きとも無関係ではあるまい。

### ~「ドル安は最大のユーロ高要因」~

かかる状況下、為替市場では円やスイスフランといった御馴染みの顔触れが高いが、米金利とドルの失速を受けてユーロ相場も騰勢を強めており、昨日は一時1.1464と約2週間ぶりの高値をついている。ユーロ/ドル相場はちょうど1週間前の1.12近辺から反転しており、これは米10年金利が3.2%を明確に割り込み、ドルインデックスが年初来高値圏からピークアウトしたタイミング



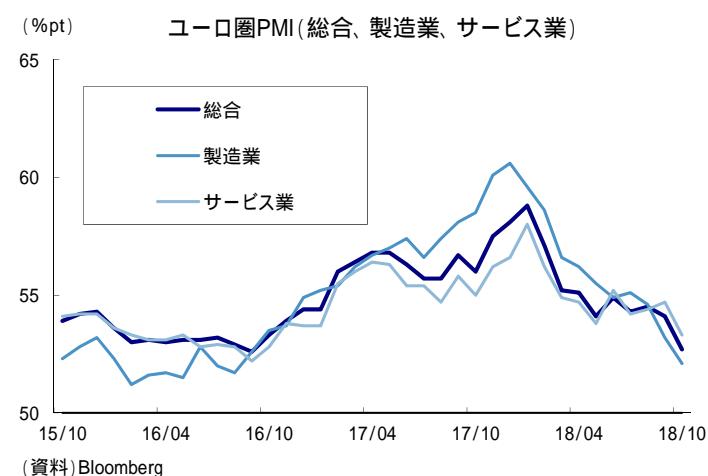
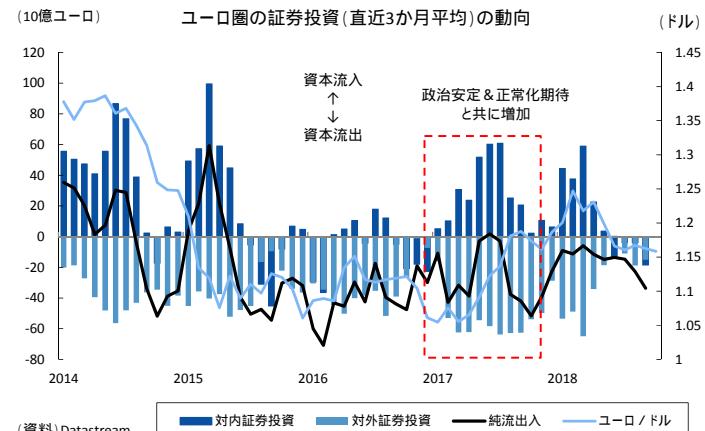
グと一致している。本欄や『中期為替相場見通し』では「ユーロ圏にポジティブな材料は見出せないが、高いところから落ちてくるドルの“敵失”によってユーロ相場は堅調を維持できる」という見通しを主張してきたが、過去1週間の為替相場はそのような想定に沿った動きである。ユーロ/ドル相場は米独10年金利差と比較的安定した関係があることで知られているが、今年に入ってからはその傾向が顕著であった(前頁図)。ここにきて米金利が頭打ちとなっている状況を踏まえれば、ユーロ/ドル相場の下落傾向に歯止めがかかるのはごく自然な展開にも思われる。また、その正否はさておき、今のところはECBが正常化スタンスを崩していないこともユーロ相場の支えになっていそうである。

それにしても英國やイタリアそしてドイツなどで政局が流動化し、欧州関連のネガティブ材料が相次ぐ中でのユーロ高である。常に「相手がある話」である為替市場では「ドル安は最大のユーロ高要因」という身も蓋もない事実が確認された1週間であった。

### ~細るユーロ圏への資本流入~

とはいっても、最近の資本フローの動きを見る限り、ユーロ相場がこのまま上値を追つていけるかは不透明な部分もある。昨日はユーロ圏9月国際収支統計が公表されているが、ここで確認される対内・対外証券投資のネット資本フローもユーロ/ドル相場と安定した関係がある。統計の足が遅いため現状把握には使いづらいが、ユーロ相場が急騰した昨年は域内政治の安定とECBの正常化に対する期待感が域外から域内への対内証券投資を呼び込んでいた時期でもあった。政局混乱が各地で勃発している現状と比較すると隔世の感があるが、2017年上半期は懸案のフランス大統領選挙(4~5月)でマクロン大統領が極右のルペン候補を退け、ユーロ圏はメルケル独首相とマクロン大統領の2大勢力がけん引する政治的な安定期に入るとの期待があった。時を同じくして米国および英国が悲惨な政治情勢に陥っていたことも独仏政治への期待感を押し上げ、両首脳を「メルクロン」や「ダブルM」と持て囃す向きもあった。その後、6月末のECB年次総会における「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と言い放ったドラギECB総裁の講演がさらに対内投資を引きつけ、ユーロ相場は加速するに至った。

しかし、今年に入ってからユーロ圏の資本フローを巡る動きは一変している。1~3月期も対内証券投資は旺盛であったが、2月以降は米10年金利の3%台定着による投資妙味の薄れも意識されたせいかユーロ圏への投資は細り、4月以降は概ね中立(ないし流出)に転じている。



一方、同じタイミングで域外への対外証券投資にも急ブレーキがかかっている理由は定かではない。敢えて考えられるとすれば、やはり域内経済の減速に伴ってリスク許容度が毀損したということであろうか。1~3ヶ月期のユーロ圏経済は一時的要因(大寒波、ストライキ、インフルエンザ流行など)がとりわけ強い影響を持った時期であり、ソフトデータおよびハードデータが急激に悪化した時期でもあった。例えば4月政策理事会後の会見でドラギ総裁はPMIの動きについて「予想外(unexpected)」と述べていた(前頁図)。旺盛な対外リスクテイクを支えるだけの経済・金融環境が崩れつつあったのが1~3ヶ月期だったのかもしれない。4~6ヶ月期、7~9ヶ月期とデータを追ってみても対外証券投資が回復する兆しが見られておらず、その裏ではGDP成長率の減速などが鮮明化していることから、そのような推測はあながち誤りではないだろう。

### ~「敵失のユーロ高」が保てるのかどうか~

とはいっても、資本フローの流入に不安を抱えながらも、依然として米金利やドルが高い水準にあることを思えば、「ドル安は最大のユーロ高要因」という理解の下、当面は「敵失のユーロ高」が期待できる局面なのだと考えたい。過去5年の金融市場は「FRBが正常化プロセスを進める」という大前提の下であらゆる取引が行われてきた経緯があり、これが巻き戻されるということの意味はやはり大きい。しかしながら、ユーロ高はあくまで敵失の結果であるという理解は重要であり、年初來で見られているユーロ圏経済の明確な減速は今後、ECBの正常化プロセスの停止に至る公算が大きいことも事実である。その際に「敵失のユーロ高」が保てるのかどうかは2019年の1つの見どころだろう。直感的には、未だ正常化ビギナーのECBとFRBでは政策修正時の影響力は比較にならないようと思え、「敵失のユーロ高」は続くと考えたい。過去1週間で見られたように、欧州がこれほどネガティブな材料に見舞われながらもユーロ/ドルが上昇していることがその証左でもある。また、2019年がドルとユーロの「弱さ比べ」が展開される地合いとなるのであれば、円相場は押し上げられる話にもなるはずである。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鑑大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto: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に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](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11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メソツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会レビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	フレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
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	ペー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「円高は正」、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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からぬのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロと「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～皺寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽觀
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～高まる歐州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～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」、「ゴルディロックス」～)
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	トルコショックの眞の脅威は「歐州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボ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～蕭条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～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～
2018年7月17日	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(「新興国市場の混亂」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	混沌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を待ち受ける陰路～「試練の秋」～
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～米国とイタリアの挙撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)