

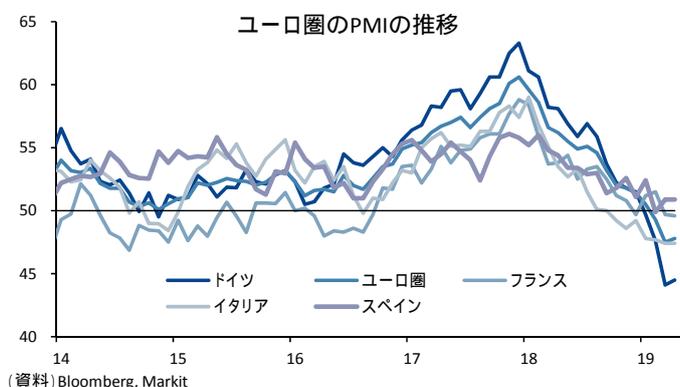
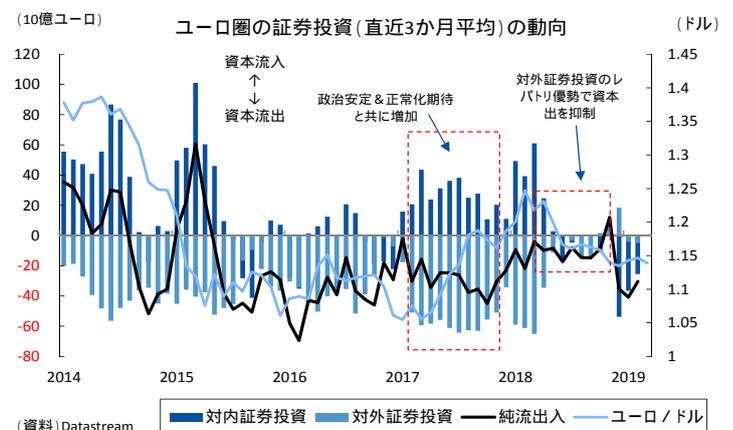
みずほマーケット・トピック(2019年5月21日)

ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況

ユーロ圏の対内・対外証券投資を見ると、今年に入ってから水準を切り下げ、軟調相場を形成しているユーロの動きと整合的。今年に入ってから域内への対内証券投資は域内経済の減速感を背景に大きく売り越されており、その一方でリスクを取った域外への対外証券投資は細っている。結果、域内から域外への資本流出が拡大しており、ユーロ相場は上がりにくい情勢。景況感などを見る限り、要となるべきドイツの悪化が激しく、ユーロへの投資は慎重になって当然の情勢と言える。しかし、年初来、米金利も一方的な低下が続いており、ユーロ相場(や円相場)にとっては本来、これが追い風となるという考え方もある。だが、主要国の10年金利において米国を上回るのは政府債務のリスクが指摘されるイタリアだけというのが現状であり、実質的に「ドルしか買えない状況」と言って差し支えない。このような状況でユーロや円といった超低金利通貨に資金が戻るには、まだ米金利の低下度合いが足りないと考えたいところ。

～資本流出が目立つユーロ圏～

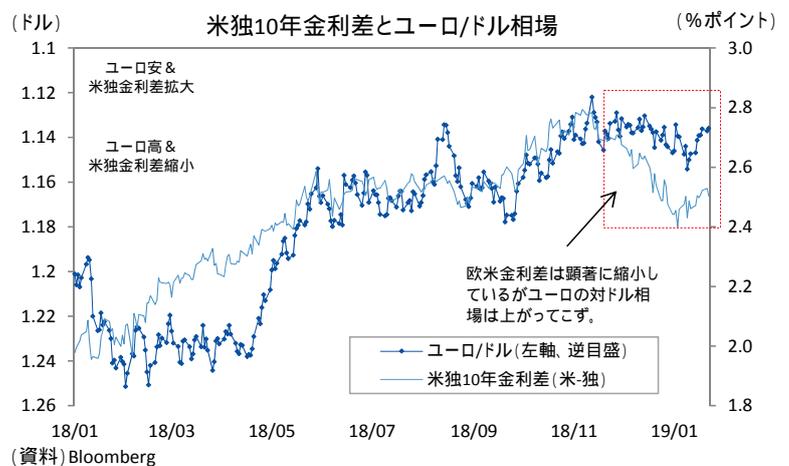
昨日はユーロ圏3月経常収支が公表されている。相変わらずドイツを主軸として毎月200～300億ユーロという巨額の経常黒字が域内全体で積み上がっており、これがユーロ相場の底堅さに繋がっている面は否めない。だが、本欄でユーロ/ドル相場と安定した関係があるとして注目している対内・対外証券投資の動きを見ると、当面のユーロ相場が上値を目指すのが難しそうな構図も確認ができる。2018年下半期に関し、対内・対外証券投資の状況を見ると、域内から域外への対外証券投資が急失速する一方、域外から域内への対内証券投資も細り、ネットで見れば資本流出は辛うじて流出超といったイメージにとどまっていた。これが1.14～1.15付近での底堅い推移に寄与した雰囲気はある。しかし、今年に入ってから対外証券投資が冴えない状況下で対内証券投資が一気に売り越しに転じた。これがユーロ/ドル相場の水準を切り下げ、今に至る軟調相場を形成した印象は拭えない。



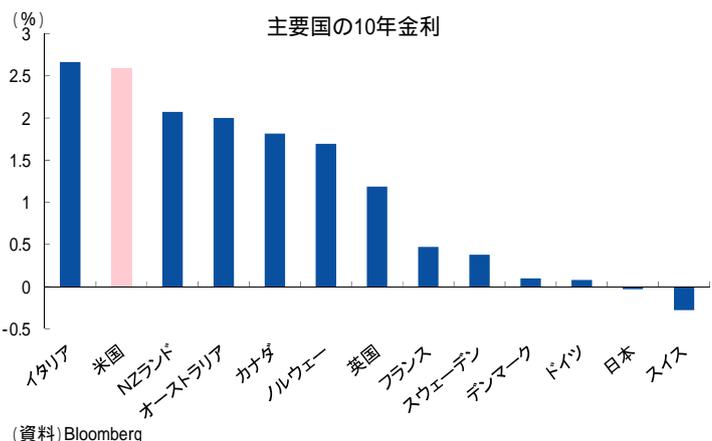
今年に入ってから対内証券投資が売り越しになった背景には英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉の混迷、仏伊関係の悪化など政治的な要因もあるが、やはりリセッションとなったイタリアを筆頭に域内経済の減速感が露わになってきたからだろう。前頁図(下)に示すように、ユーロ圏の製造業 PMI は全域的に冴えない動きが続いている。ユーロ圏 4 大国のうち 1 月時点ではドイツとイタリアが、3 月時点ではフランスも 50 を割り込んでおり、しかも要となるはずのドイツの悪化が最も顕著という厳しい状況が続いている。かかる状況でユーロ圏に投資をしようという意欲は生まれまい。今年に入ってからユーロ相場の水準が切り下がったのはひとえに实体经济の悪化を重く見た資本が流出し、その上で政治的な混迷も嫌気されたというのが実情に近いだろう。

～米 10 年金利に勝てるのはイタリアだけという状況～

需給面でユーロが上がりにくいのは事実¹⁾にせよ、年初来で米金利が低下傾向にあることを思えば、ドルも買いにくいはずである。この点、円相場についても同様のことを述べたが、年初来のユーロ相場は対米金利差との関係が不安定化している。右図は米独 10 年金利差とユーロ/ドルの推移である。昨年 11 月以降、米金利の低下によって金利差は縮小傾向にあるが、相対的に投資妙味が増したはずのユーロ相場が上昇することは無く、現状に至っている。ドル/円相場を考察した際にも同様のことを述べたが、ドルに付く絶対金利「水準」の高さは金利差縮小という「方向感」を差し引いて余りあるという現状があるからなのだろう。



実際に見てみると、主要国の 10 年金利において米国を上回るのは政府債務のリスクが指摘されるイタリアだけという状況であり、実質的に「ドルしか買えない状況」が見受けられる(図)。日本、ドイツ、フランス、英国といった相応の流動性が見込めそうな通貨は米金利の半分以下の水準であり、ドイツ、日本、スイスに至っては断続的にマイナス圏を覗く状況にある。もはや金利差などを用いて、相対的な投資妙味を比較できる段階ではないという考え方をすべきかもしれない。金利差が縮小しているとはいっても、背に腹はかえられずドルを買うしかないという状況なのだろう。だが、既に金利先物市場においては約 70% が年内の利下げを織り込み、史上最長の景気拡大局面の更新に手をかけている米国の金利がここから上がって



くるとは考えにくい。絶対金利水準を理由にしたドル買いは説得力があるものの、その持続可能性は疑義をもって評価すべきであろう。

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、确实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 |
|-------------|---|
| 2019年5月20日 | 「ドル=7.00」の攻防再び |
| 2019年5月17日 | 週末版(円相場需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～) |
| 2019年5月15日 | 景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて |
| 2019年5月14日 | 関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～ |
| 2019年5月13日 | 米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～ |
| 2019年5月10日 | 週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～) |
| 2019年5月9日 | 「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか |
| 2019年5月7日 | 追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～ |
| 2019年4月26日 | 週末版 |
| 2019年4月24日 | 薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～ |
| 2019年4月23日 | 10連休を契機に考える休日増加の功罪 |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分) |
| 2019年4月22日 | 円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～ |
| 2019年4月19日 | 週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～) |
| 2019年4月18日 | ドル高を容認できない中国の経常収支 |
| 2019年4月17日 | 相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント |
| 2019年4月16日 | 「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～ |
| 2019年4月15日 | ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～ |
| 2019年4月12日 | 週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～) |
| 2019年4月10日 | IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～ |
| 2019年4月9日 | 円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～ |
| 2019年4月8日 | プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～ |
| 2019年4月6日 | 週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～) |
| 2019年4月4日 | 外貨準備構成通貨の現状(18年12月末) |
| 2019年4月3日 | ECBはマイナス金利を階層化するのか？ |
| 2019年4月2日 | 円高を阻む経常収支構造の変化 |
| 2019年4月1日 | 「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査 |
| 2019年3月29日 | 週末版 |
| 2019年3月26日 | 円安リスクの点検～改めて考える円安リスク～ |
| 2019年3月25日 | 「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方 |
| 2019年3月22日 | 週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～) |
| 2019年3月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分) |
| 2019年3月18日 | 「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方 |
| 2019年3月15日 | 週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～) |
| 2019年3月14日 | 「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金 |
| 2019年3月13日 | プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」 |
| 2019年3月12日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分) |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分) |
| 2019年3月8日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～) |
| 2019年3月5日 | 米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」 |
| 2019年3月4日 | 大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～ |
| 2019年3月1日 | 週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～) |
| 2019年2月27日 | 米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～ |
| 2019年2月25日 | 円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～ |
| 2019年2月22日 | 週末版 |
| 2019年2月21日 | FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～ |
| 2019年2月20日 | 自動車関税を前に考える日欧の立ち位置 |
| 2019年2月18日 | 停滞する日米欧中銀への期待と為替相場 |
| 2019年2月15日 | 週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～) |
| 2019年2月14日 | 看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～ |
| 2019年2月13日 | ドル/円相場は新常态にあるのか？ |
| 2019年2月12日 | 変わりそうにない対外直接投資の潮流 |
| 2019年2月8日 | 週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～) |
| 2019年2月7日 | 次期ECB総裁レースの現状整理 |
| 2019年2月6日 | バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状 |
| 2019年2月5日 | プレジデント交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～ |
| 2019年2月1日 | 週末版 |
| 2019年1月31日 | FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～ |
| 2019年1月29日 | 「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略 |
| 2019年1月28日 | 円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～ |
| 2019年1月25日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～) |
| 2019年1月24日 | 日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～ |
| 2019年1月22日 | 堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速 |
| 2019年1月21日 | 対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～ |
| 2019年1月18日 | 週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～) |
| 2019年1月17日 | 英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～ |
| 2019年1月11日 | 週末版 |
| 2019年1月8日 | 財界トップの相場観と静か過ぎる「波」 |
| 2019年1月7日 | 「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について |
| 2019年1月4日 | 波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～ |
| 2018年12月27日 | 3つの論点で要約する19年見通し |
| 2018年12月25日 | FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～ |
| 2018年12月21日 | 週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～) |
| 2018年12月19日 | FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分) |
| 2018年12月17日 | 2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？ |
| 2018年12月14日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～) |
| 2018年12月12日 | 2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～ |
| 2018年12月11日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～ |
| 2018年12月10日 | 動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU |
| 2018年12月7日 | 週末版 |
| 2018年12月5日 | 遂に発生した逆イールド～金利に追いつく株価～ |
| 2018年12月4日 | ババ暴動の読み方～2つの懸念～ |
| 2018年12月3日 | 米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～ |
| 2018年11月30日 | 週末版 |
| 2018年11月28日 | メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～ |
| 2018年11月27日 | 続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由 |
| 2018年11月26日 | ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～ |
| 2018年11月22日 | 週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～) |
| 2018年11月21日 | ノーディールを視野に入れた債券相場 |
| 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 |