

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 11 日)

ユーロ高を警戒し始めた ECB～通貨安欲しさに利下げ？～

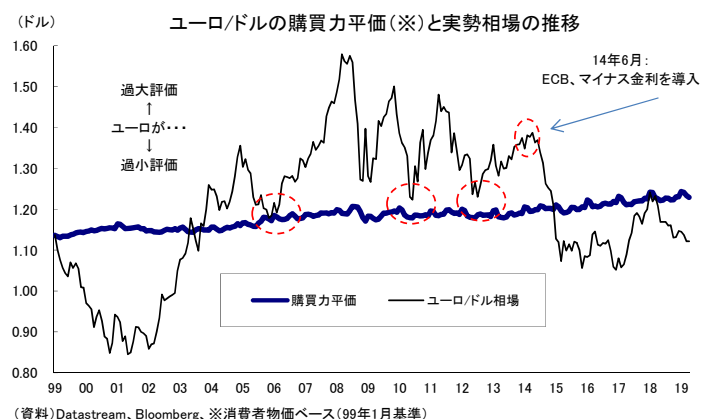
今週 9 日のロイターによれば ECB 関係筋の 1 人が「利下げの理由は 5 つある」とし「為替相場」と 5 回繰り返したという。同じ関係筋は、1 ユーロ＝1.15 ドルは許容可能としながらも 1.20 は注視すべき重要水準とも述べたとされる。この政策当局者がどのようなポジション(正副総裁、理事、各国中銀総裁、単なる ECB スタッフなど)にあるのか定かではないが、得てしてユーロ高に神経質な発言をするのは南欧の政策当局者であることが多い。同日にビスコ・イタリア中銀総裁の緩和を示唆するようなインタビューが報じられているのは偶然なのか。筆者は非常に気になった。とはいえ、先が読み難い変動為替相制において「米国の通貨・金融政策は絶対である」という論点は鉄則であり、ECB がこれに抗おうとしても、その無力さを感じるだけであろう。それは長年、日銀(と円相場)が辿ってきた道である。あくまで、米金利とドルの全面的な調整を背景として各通貨がどのように動くのかを考察することが今後にとって重要と考える。

～利下げの理由は「為替、為替、為替、為替、為替」と答えた ECB 当局者～

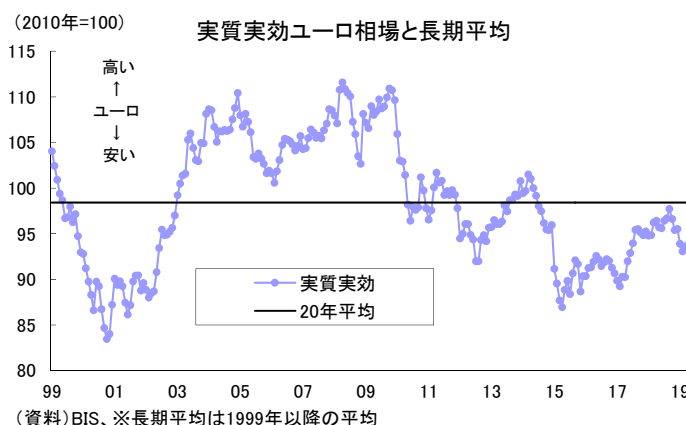
為替相場ではドル相場の軟調地合いが続いているが、ECB について興味深い報道が見られている。今週 9 日のロイターは ECB の関係筋がユーロ安を目的として利下げに踏み切る可能性を検討されていると報じている。これによれば、関係筋(ECB の政策当局者とされる)の 1 人が「利下げの理由は 5 つある」とし「為替相場」と 5 回繰り返したという。同じ関係筋は、1 ユーロ＝1.15 ドルは許容可能としながらも 1.20 は注視すべき重要水準と述べたとされる。この政策当局者がどのようなポジション(正副総裁、理事、各国中銀総裁、単なる ECB スタッフなど)にあるのか定かではないが、得てしてユーロ高に神経質な発言をするのは南欧の政策当局者であることが多い。邪推を承知で言えば、景気後退すれすれの成長率を強いられているイタリアの当局者などはユーロ安を欲している可能性が高そうな印象がある。この点、同じ 9 日にビスコ・イタリア中銀総裁がブルームバーグテレビジョンのインタビューに応じ「予想通り事が進まなければ、われわれが行動することは疑いがない」と述べたことが報じられている。これが偶然なのか筆者は非常に気になった。

～「1.20」にこだわる意味～

なお、ユーロ/ドルに関し「1.20 は注視すべき重要水準」という思いはどこから来るのか。これは伝統的に 1.20 がユーロ/ドルの購買力平価(PPP)であることを意識した発言であろうことは想像に難くない。ユーロ/ドル相場は 2014 年 6 月に ECB が初のマイナス金利導入を決定して以降は



下げ基調にあり、その決定を境として安定的に 1.20 を超えて上昇するような局面は経験していない(前頁図)。直近では 2017 年 6 月のドラギ ECB 総裁によるシントラ発言を受け一時 1.25 を超える高値(2018 年 2 月)をつけていたが、結局は持続しなかった経緯がある。1.20 は PPP であるがゆえに、それを超えたからと言って直ぐに過大評価だと騒ぐ必要もないはずだが、ドイツもイタリアもギリシャも含めた

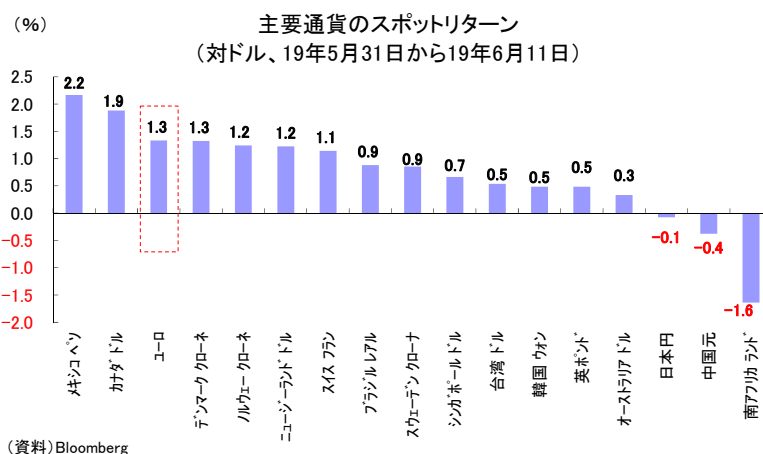


上での PPP なのだから必然的に南欧諸国にとっては「高過ぎる PPP」という実感を持たれても不思議ではない。実質実効ベースで見たユーロ相場は長期平均を今年 4 月時点で 5%程度下回っており、やはりユーロが少々上昇したところで騒ぐような状況ではないのだが、これも南欧諸国にとっては見えている景色が異なり、だからこそ報道のような発言が出てくるという背景があるのだろう。

ちなみに 2017 年 9 月の政策理事会後の会見でドラギ総裁は久しぶりに 1.20 を超えて高値推移するユーロ/ドル相場に対し「前回(2018 年 7 月)会合では(ユーロ高への)懸念は 2~3 名のメンバーからしか表明されなかったが、今回は殆どのメンバーから表明された」などと述べ、はっきりとユーロ高への警戒を口にしている。一部諸国はさておき、1.20 が重要な分水嶺であろうことは恐らく事実なのだろう。しかし、今回のロイター報道における当局者もそうだが、ECB の為替に対する懸念表明は時に面食らうほど率直であり、どこかで国際的に問題になるのではないかという予感もする。

〜ドル安に抗うのは難しい〜

とはいえ、本欄では繰り返し述べている点だが、基本的に為替相場の流れは米国都合で決まるのであって、ECB や日銀がどうしたいかという希望は大勢に影響しづらい。過去 5 年の金融市場では「FRB の次の一手は利上げ」という大前提があり、それゆえに米金利もドルも上を目指すことが普通だった。周知の通り、これが本格的に巻き戻されているように見えるのが 6 月に入ってから相場である。か



かる状況では米金利とドルの全面的な調整を背景として各通貨がどのように動くのかを考察することが必要になる。ユーロ圏の政治・経済情勢は依然として日米欧において最も荒れており、ECB が緩和再開をほのめかしたこともあってユーロ相場は下落しても良さそうだが、6 月から本格化した米金利とドルの調整の裏側で上昇を強いられている(図)。先が読み難い変動為替相制において「米国の通貨・金融政策は絶対である」という論点は鉄則であり、ECB がこれに抗おうとしても、その無

力さを感じるだけであらう。それは長年、日銀(と円相場)が辿ってきた道であり、多額の経常黒字と上がりにくい物価を擁する通貨としては受け入れなければならない運命だと筆者は考えている。

だが、通貨安を企図する上でユーロ圏は日本にはなかった「武器」が1つだけある。それは欧州委員会を中心とするEU政策当局と加盟国各国の「内輪揉め」であり、これが高じて発生する「崩壊・瓦解の懸念」である。これらの構造的不安だけがドル安圧力を跳ね返すだけのユーロ安圧力をもたらし得るのであり、その恩恵を最も享受してきたのがドイツというわけである。だが、そのような展開がECBを含むEUの政策当局にとって嬉しいものかどうかは全く別の話である。

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
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
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
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～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ままで続くか
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	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5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～敢え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(ブレグジット交渉、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	ブレグジット、「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	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行方現状整理～
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を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」～)