

みずほマーケット・トピック(2020年6月25日)

ユーロ相場はなぜ堅調なのか？

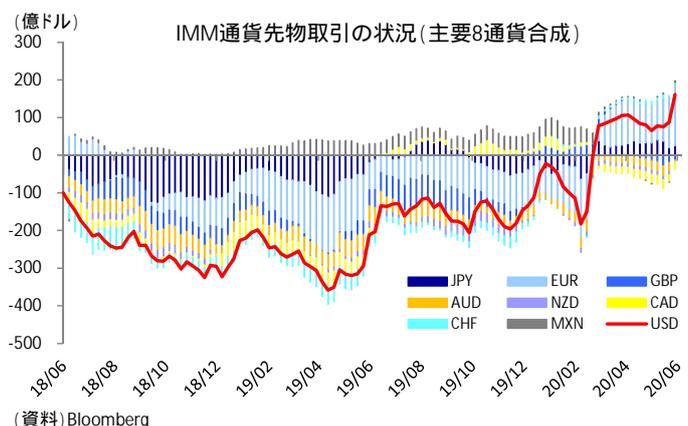
経済・金融・政治、いずれの面から見ても、ユーロ圏の投資環境はお世辞にも良好とは言えない。だが、為替市場ではユーロ堅調が続いている。IMM 通貨先物取引状況によれば、ユーロ買いがドル売りの潮流を規定する流れが過去3か月間続いている。コロナショック最中のユーロ堅調に関し、理由は2つあると筆者は考えている。1点目は、そもそも欧米金利差(米国 - ドイツ)に照らしてユーロは過小評価されていたという事実で、今は正常な水準に戻ろうとしているだけという考え方。2点目は1点目と関連するが、「欧米金利差の拡大はもはや期待できない」との思惑が強まっていること。これは言い換えれば「ドルの先高観」がコロナショックによって消滅したという考え方だ。今後、積み上がったユーロロングが巻き戻される過程で下値を探る展開もあるだろうが、とりわけ米金利の低位安定と共に「ドルの先高観」が消失しているという論点は当面重要になりそう。1.10～1.15を主戦場に「意外と堅調」という時間帯が続くと予想したい。

～株価は「慢性的な上昇の末の断続的な急落」で進む～

昨日は欧米における感染第二波を懸念する機運が高まる中、リスク回避ムードが強まり、NYダウ平均株価が▲710.16ドルと大幅下落している。こうした中、為替市場ではドル高が進んでいる。「安全資産としてのドル買い」という解説が散見されるが、感染第二波がテーマならば被害の小さい円こそ買われるべき通貨だろう。テーマは「感染第二波」というよりも、それに伴う「実体経済の減速」であり、だからこそ安全資産の筆頭格である米国債にフローが集まっているのだろう。その過程では昨日のようにドルが上昇することもあるだろうが、円も大きく下がることはないはずだ。いずれにせよ、昨日のIMF世界経済見通し改定でも示されたように、見通せる将来において実体経済は悪化する。片や、過剰流動性に支えられた株価は不自然な上昇を続けるだろう。企業業績の裏付けがないので株価の調整は起きる時はまとまった幅で起きるが、「慢性的な上昇の末の断続的な急落」という地合いの中、株価水準自体は徐々に切り上がっていく公算が大きいと筆者は考えている。

～ドル売りをけん引するユーロ買い～

ところで欧州に目をやると、経済・金融情勢は元より、政治情勢についても復興基金を巡って相変わらず着地点の見いだせない内輪揉めが続いており、お世辞にも良好な投資環境が用意されているとは言えない。だが、為替市場ではユーロ堅調が続いている。米商品先物取引委員会(CFTC)が発表したIMM通貨先物取引状況によれば、6月

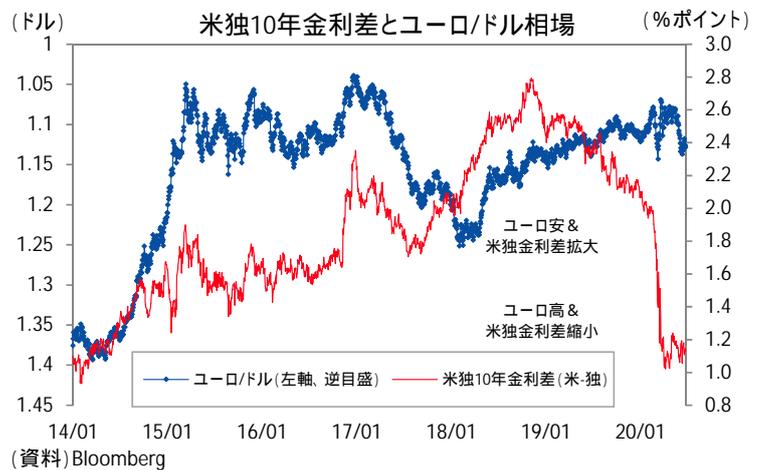


16 日時点で投機筋(Non Commercial)による主要 8 通貨の米ドル合成ポジションの売り持ち高は、前週(6 月 9 日時点)の 87.5 億ドルから 160.6 億ドルへ急拡大している(前頁図)。図を一瞥して分かる通り、こうしたドル売りをけん引しているのは基本的にユーロ買いである。コロナショックが本格化した 3 月を境として非連続的にユーロの買い持ちは積み上がっており、この潮流は ECB の追加緩和、EU の内輪揉め、ドイツにおける感染第二波懸念などが取り沙汰される中でも殆ど動揺する様子が見られていない。これは一体どう解釈すべきであろうか。

～欧米金利差との齟齬が続いてきた～

コロナショック最中のユーロ堅調に関し、理由は 2 つあると筆者は考えている。1 点目は、そもそも欧米金利差(米国ードイツ)に照らしてユーロは過小評価されていたという事実がある。今はこれが正常な水準に戻ろうとしているだけという考え方だ。2 点目は 1 点目と関連するが、「欧米金利差の拡大はもはや期待できない」との思惑が強まっていることである。これは言い換えれば「ドルの先高観」がコロナショックによって消滅したという解釈である。

まず 1 点目については、図示されるように、2019 年半ば以降、米独金利差が顕著に縮小する(米金利が相対的に低下している)一方、ドル高・ユーロ安の傾向が続いてきた。具体的に見ると、昨年 6 月、米独 10 年金利差は平均して 2.3%ポイントあった。それが今年 6 月には 1.1%ポイントまで縮小しており、1 年で 1.0%ポイント以上縮小している。だが、その過程でユーロ/ドル相場は 1.07 付近まで下落した後、1 年前の水準に近い 1.13 付近に戻ってきただけだ。過去 1 年という時間軸で見れば、米金利の相対的な落ち込みが顕著になる一方で、対ドルでのユーロ相場はむしろ現水準でも軟調という印象である。ここからさらにユーロが対ドルで続伸してもさほど驚きではない。



なお、上述したような欧米金利動向にもかかわらず、ユーロが対ドルで忌避されてきた背景としては「ユーロ圏経済が日米欧三極の中で最も出遅れている」というファンダメンタルズへの懸念があった。それゆえに ECB の追加緩和観測も常に燻っており「ユーロは買いにくい」との解説が行われてきた。また、「そもそも政策金利が▲0.50%など保有できない」という根本的な指摘もあった。これらの解説は一理あるが、完全には腹落ちしない部分もあった。現状は、コロナショックを受けて世界経済が総不況に陥る中、「ファンダメンタルズへの懸念」がユーロを忌避する理由として目立たなくなり、元よりあった欧米金利差縮小もあいまってユーロに見直し買いが入っているということだろうか。

～「ドルの先高観」が消失～

また、こうして 1 点目として掲げた「ユーロ圏経済が日米欧三極の中で最も出遅れている」というファンダメンタルズへの懸念は、同時に「米国経済は復調し、いずれ利上げ路線に戻る」という期待

も帯びていたように思える。それは言い換えれば、「ドルの先高観」に賭ける期待だった。しかし、既報の通り、FRB は当面の低成長を前提に政策金利の軌道に関し「2022 年末までゼロ%」で意見集約している。その上でイールドカーブコントロール(YCC)への思惑まで浮上しており、「米金利上昇にけん引される格好で欧米金利差

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2020	2021	2022	Longer run
Mar-18	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.375%	3.375%	n.a.	3.000%
Dec-18	3.125%	3.125%	n.a.	2.750%
Mar-19	2.625%	2.625%	n.a.	2.750%
Jun-19	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Sep-19	1.875%	2.125%	2.375%	2.500%
Dec-19	1.625%	1.875%	2.125%	2.500%
Jun-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

が拡大することはない」というのが既定路線になりつつある。こうした中、「ドルの先高観」に賭ける格好で対ドルでユーロをショートすることの勝算が大きく後退したという見方もできるだろう。

どちらの理由にせよユーロ圏を主語とする積極的な買い材料ではなく、一言で言えば「敵失のユーロ高」でしかない。敵失以外の理由を見出すならば、復興基金への期待や ECB の果敢な政策対応への期待がユーロへの見直し買いを招いているという考え方はあり得るだろうか。今後、積み上がったユーロロングが巻き戻される過程で下値を探る展開は懸念されるが、米金利の低位安定と共に「ドルの先高観」が消失しているという論点は当面重要になるだろう。政策金利のマイナス幅が大きいため続伸を期待するのは難しいものの、対ドルでの下落余地も限定されてきているように思われ、結果的に 1.10~1.15 を主戦場に「意外と堅調」という時間帯が続くと予想したい。

市場営業部兼金融市場部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意図へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュウ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか?～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～