

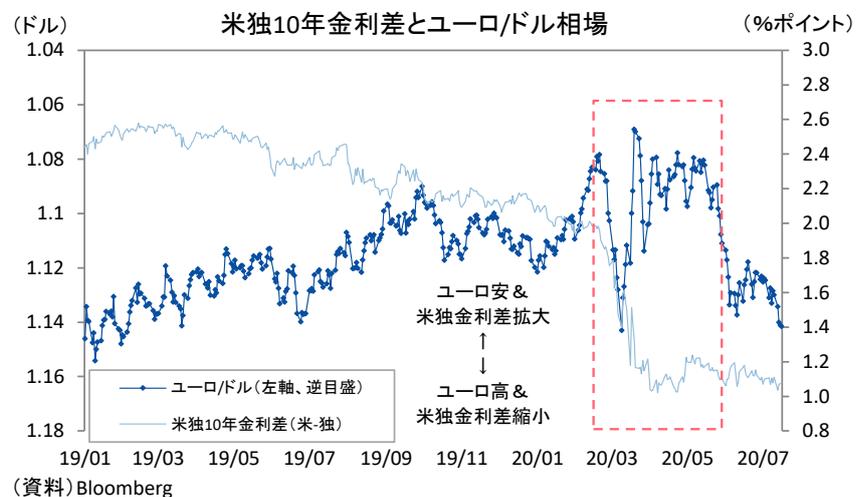
みずほマーケット・トピック(2020年7月16日)

ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～

為替市場では久々にユーロ/ドルが注目を集めている。昨日は対ドルで一時 1.1452 と約 4 か月ぶり高値を更新した。特に過去 3 か月における上昇が顕著だが、この 3 か月で特別な変化が起きたわけではない。敢えて言えば、米独 10 年金利差は 2 月をピークとして急縮小に転じ、4 月以降は平均 100～110bps とそれまでの半分の金利差となり、今に至っている。ゆえに、「欧米金利差の大幅縮小にもかかわらず、ユーロ/ドルが軟調過ぎた」という印象はある。「金利差に沿った為替調整が遅れて発生している」のが実態だとすれば、本当の注目点は「1.15～1.20」のレンジに移行できるかであろう。とはいえ、名目実効ユーロ相場(NEER)は既に長期平均を突破している。過去 5 年で見れば NEER が長期平均をはっきりと上回った時点がユーロ相場の天井だった。中長期的にはドル安を主軸とするユーロ高で問題ないと筆者は考えるが、IMM 通貨先物取引におけるユーロ買い持ちが歴史的な水準に積み上がっており、復興基金を巡る見通しが不透明であることを踏まえると、「1.15～1.20」のレンジに至る前に一乱は覚悟したいところ。

～ユーロ/ドル相場は金利差からの見直し?～

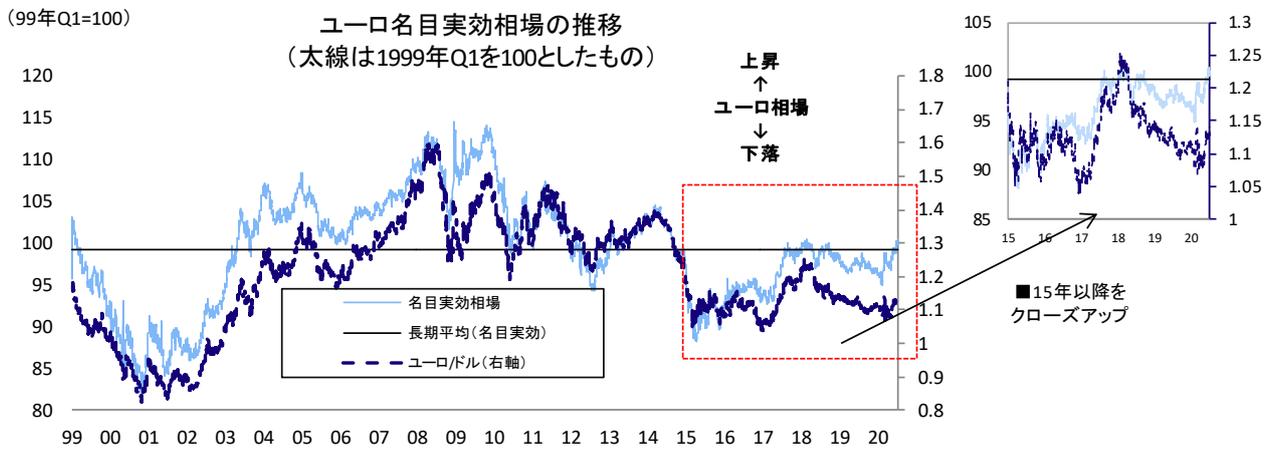
為替市場では久々にユーロ/ドルが注目を集めている。昨日は対ドルで一時 1.1452 と 3 月 10 日以来、約 4 か月ぶり高値を更新した。対ドルの変化率に着目した場合(7 月 16 日時点)、年初来で+2.2%、過去 3 か月で+5.3%、過去 1 か月で+1.4% という仕上がりとなっており、4 月以降の過去 3 か月における動きが突出して大きいことが分



かる。この 3 か月で特別な変化が起きたということはないが、米独 10 年金利差は 2 月をピークとして急縮小に転じ、4 月以降は平均 100～110bps とそれまでの半分で推移し、今に至っている(図中、点線四角部分)。そうした欧米金利動向にもかかわらず、ユーロ/ドルは 1.06 台まで下落し、4～5 月の 2 か月は 1.08～1.10 でのレンジで軟調な取引が続いた。しかし、6 月に入ると前半の 2 週間で +2% 上昇し、1.14 台をつける場面が見られ始めた。その後、やや軟化する時間帯も挟みつつ、5 月下旬を境としてユーロ/ドルのレンジが 1.12～1.14 へシフトアップした感はある。

金利差がほぼ消滅する中、「欧米金利差〇〇bps の縮小でユーロ/ドルは+△△% 上昇」というストレートな関係は見出し難いが、後講釈を承知で言えば、図中の点線四角で囲った局面について

「欧米金利差の大幅縮小(米金利の相対的な大幅低下)にもかかわらず、ユーロ/ドルが軟調過ぎた」という印象はある。言い換えれば、「金利差に沿った為替調整が遅れて発生している」のが現状とも言える。1.14付近は年初来高値圏であり、欧米金利差が縮小する前につけていた水準でもある。「金利差に見合った調整」ならば、1.15～1.20のレンジに移行できるかが注目であろう。



(資料) Bloomberg、ユーロ圏19か国vs.主要貿易相手国20か国ベース。

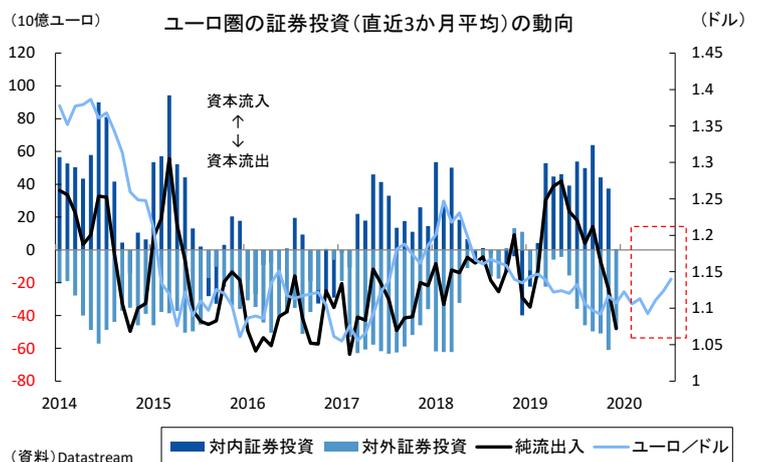
～ユーロ上昇は今が瀬戸際か？～

ユーロが騰勢を強めているのは対ドル相場だけではない。実効ベースでもユーロ相場は押し上げられている。上図は ECB の発表する名目実効ユーロ相場(主要貿易相手国 20 か国ベース、以下 NEER)と長期平均(1999 年以降の平均)、そしてユーロ/ドル相場の推移を見たものだ。現状、NEER は長期平均を+1.2%上回っている。図示される通り、2014 年 6 月にマイナス金利が導入される以前は、NEER は恒常的に長期平均を上回ってきた。しかし、過去 5 年で見れば NEER が長期平均をはっきりと上回った時点がユーロ相場の天井だったという事実もある。その意味で現状がユーロ相場の上昇にとって瀬戸際に差し掛かっているという見方は可能だ。

なお、図示されるように、2017 年に見られたユーロ上昇局面とは異なり、NEER の上昇に比べてユーロ/ドル相場の上昇が控えめという印象も抱かれ、前述した通り、それだけユーロ/ドル相場が出遅れている(端的には過小評価されている)という見方はあり得る。逆に、実効ベースでの騰勢に限界を見出した上で、もはやユーロ/ドル相場も現状程度で頭打ちという考え方もあるだろう。

～ユーロ相場の需給環境～

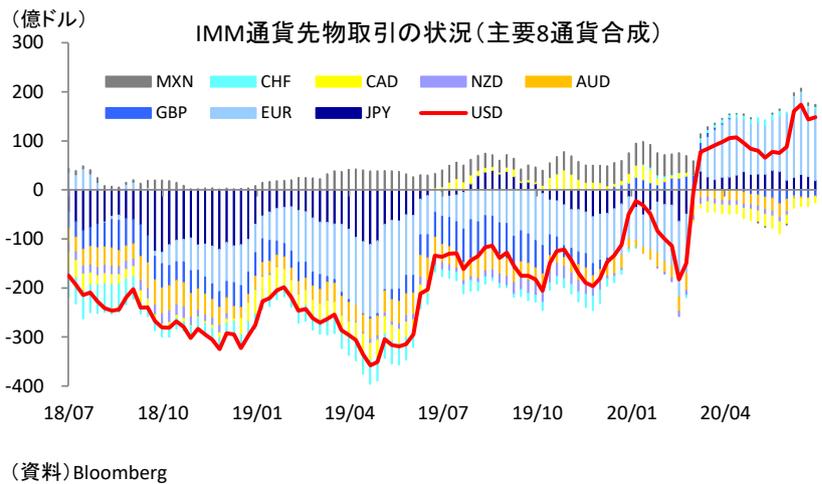
現状、ECB から公表されている国際収支統計は 4 月分までであるため、ユーロ/ドル相場が上昇に転じた 5 月下旬以降の需給環境は把握できない。本欄ではユーロ/ドル相場の方向感の目安として対内・対外証券投資のネット資本フローの動きを参考にしてきた。足許のユーロ上昇から察するに、恐らく 5～7 月にかけては対外証券投資の巻き戻しや対内証



(資料) Datastream

券投資の拡大によってネット資本フローが域内への純流入に傾いていたことが予想される。過去の
本欄でも議論したように、ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO3) を筆頭として ECB は域内銀行部
門にマイナス金利付きの資金供給を潤沢に注ぎ込んでいる。実際に貸出実績を上げていけば、適
用金利のマイナス幅は大きくなるが、貸出実績を上げなくとも相応のマイナス金利は適用される仕
組みとなっている¹。ということは、マイナス金利で得た資金はまず為替リスクのない域内のユーロ建
て金融資産に向かうと考えられるし、これに追随しようという域外からの資本フローが増えても不思議
ではない。実際のデータを確認しなければ何とも言えないが、事実としてユーロ相場の上昇がは
っきりしている以上、域外から域内へのフローが何らかの理由で増えているはずである。

経験則に照らせば、こうしたユー
ロを選好するセンチメントは得
てして政治的いざこざの中で腰
折れしがちである。その意味で
昨日の本欄²でプレビューをした
17～18日の臨時EU首脳会議が
復興基金合意に漕ぎ着けること
ができるのかは極めて重要な契
機となるだろう。市場では足許の
ユーロ買いを復興基金合意への
期待が織り込まれた結果だとす



る解説も見られる。短期的な需給環境という意味では注目される IMM 通貨先物取引の状況を見ると、ユーロ買い持ち高 (対ドル) は過去最高水準にまで膨らんでおり、これを巻き戻す (ユーロ売り・ドル買いをする) ための口実を短期筋は模索している状況であろう。

足許のユーロ買いは欧米金利差の大幅縮小を踏まえれば自然な動きではあり、中長期的に見ても、ドルの過剰感からドル安・ユーロ高の方向感で大きな違和感はないと筆者も考えている。だが、ごく短期的には実効ベースの高止まりや短期的なユーロ買い持ちの大きさを踏まえると「1.15～1.20」のレンジにシフトアップする前に一乱あるという心構えは必要かと考えたい。

市場営業部・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。

¹ 本欄 2020年6月22日号『ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」』をご参照下さいませ。

² 本欄 2020年7月15日号『臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～』をご参照下さいませ。

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7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
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19日	週末版
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～ 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17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15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12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11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9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8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5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4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6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27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26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22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？ 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19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15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14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12日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月8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7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5月1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28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24日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月22日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
2020年4月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 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17日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月15日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月14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10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9日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月7日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月6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3日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月2日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年4月1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30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27日	EUIに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
2020年3月25日	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22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19日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月18日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月17日	週末版
2020年3月13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11日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月10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9日	週末版
2020年3月6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5日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月4日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月3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3月2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28日	健在だった「安全資産としての円買」に加速する悲観
2020年2月27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21日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分) 危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇 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19日	週末版
2020年2月18日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月14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13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12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10日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月7日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月6日	プレジデントQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年2月4日	週末版
2020年2月3日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月29日	