

みずほマーケット・トピック(2020年7月27日)

ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～

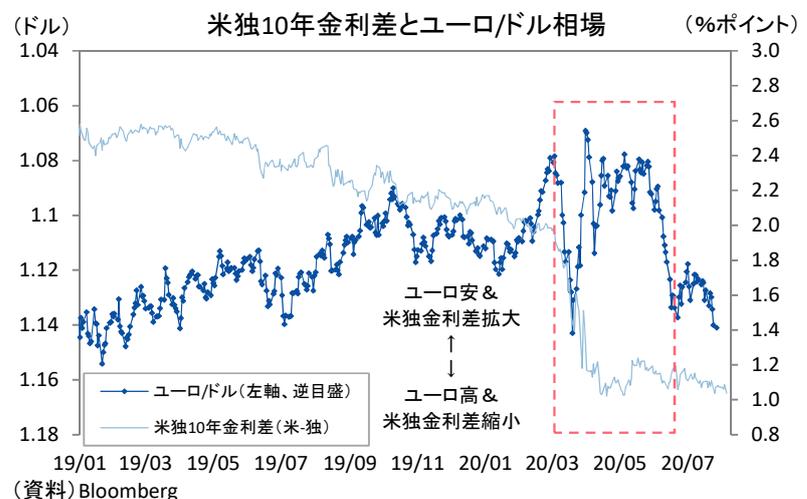
為替市場ではもっぱらユーロ相場の騰勢が話題。対ドルでは約1年9か月ぶりの高値に到達している。復興基金合意を囀し立てる向きは多いが、それはこの1週間だけの話だ。5月下旬以降、ユーロ相場は一方的に上昇している。為替市場にとっては久しぶりの動意であり、照会も増えているため、上昇の理由と今後の展望について改めて整理しておきたい。ユーロ上昇の起点はやはり欧米金利差の縮小だろう。例えば米独金利差で見れば、4月時点で従前の半分程度にまで縮小していたが、ユーロ相場は煮え切らない動きが続いていた。とはいえ、欧米金利差の縮小はあくまでユーロ買いの起点、言い換えれば「きっかけ」だろう。ユーロ買いが加速した背景はやはりドルの過剰感だと筆者は考えている。今年度の米財政赤字は最終的にGDP比で約30%まで膨らむ勢いであり、経験則に倣えば、ドル相場は下落必至。目先ではユーロ以外の通貨にもドル売りが波及してくる可能性を考えたい。事実、円相場の騰勢は強まりつつある。

～騰勢が止まらないユーロ相場～

為替市場ではもっぱらユーロ相場の騰勢が話題である。ユーロ/ドル相場は1.16台と約1年9か月ぶりの高値をつけている。先週見られた加速は21日の復興基金合意を受けたものだが、そもそも5月下旬以降、ユーロ相場は一方的に上昇してきた。過去の本欄¹では最近のユーロ相場の上昇は「金利差に沿った為替調整が遅れて発生している」のが実態であり、本当の注目点は「1.15～1.20」のレンジに移行で

きるかであると論じた。また、「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、ドル売りを主因とするユーロ買いの見通しを示した。『中期為替相場見通し』も一貫して、ユーロ相場の上昇を予想する立場である。中長期的に見てユーロが買いだと考える要因について、筆者は長年、①世界最大の経常黒字、②日本に次ぐデフインフレ通貨、という2点を強調しているが、この考え方は今も不変だ²。

片や、IMM 通貨先物取引の状況においてユーロの買い持ち高が歴史的な高水準に達している



¹ 本欄 2020年7月16日号『ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～』

² この点を詳しく議論したものが拙著『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』(2014年7月、東洋経済新報社)である。

こと、名目実効相場 (NEER) ベースで天井とみられる長期平均を突破しつつあることなどを思えば、「『1.15～1.20』のレンジにシフトアップする前に一波乱あるという心構えは必要」とも述べ、上昇前に調整を挟む可能性も指摘した。しかし、現実には目立った調整は訪れず、1.15 をあっさり突破し 1.16 台に乗せており、この点は意外感を覚える。為替市場にとっては久しぶりの動意であり、照会も増えているため、筆者が考える上昇の理由と今後の展望について改めて整理しておきたい。

～起点は欧米金利差縮小～

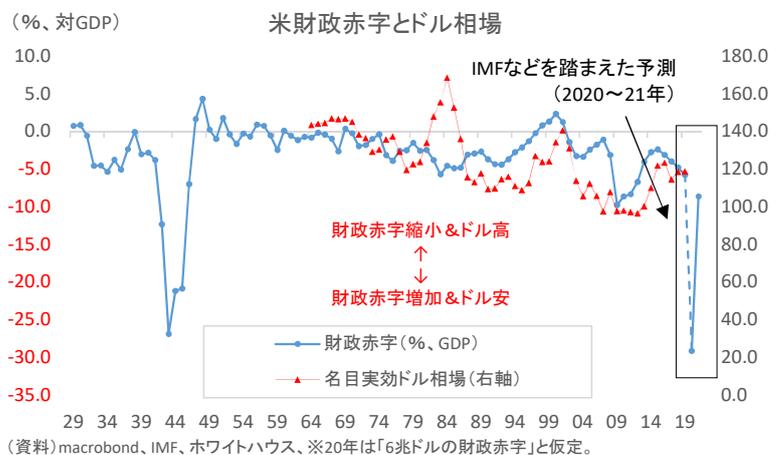
断定は難しいものの、ユーロ上昇の起点はやはり欧米金利差の縮小と考えている。前頁図に示されるように、米独 10 年金利差は、2 月をピークとして急縮小に転じ、4 月以降は平均 100～110bps とそれまでの半分で推移し、足許に至っている (図中、点線四角部分)。だが、そのような欧米金利動向は直ぐにユーロ相場を押し上げることには繋がらず、ユーロ/ドルは一時 1.06 台まで下落し、4～5 月の 2 か月は 1.08～1.10 でのレンジで軟調な取引が続いた。だが、6 月に入ると前半の 2 週間間で +2% 上昇し、1.14 台をつける場面が散見されるようになった。その後、軟化する時間帯を挟んではいるが、5 月下旬を境にユーロ/ドルのレンジが 1.12～1.14 へシフトアップしたことは確かだ。そして、7 月下旬、復興基金合意を契機として遂に 1.15 台に乗せ、足許で 1.16 台に至っている。

図から得られるイメージを元の後講釈を承知で言えば、やはり 4 月時点で従前の半分程度にまで縮小していた欧米金利差に応じた調整がラグを伴って到来しているように思われる。もちろん、▲0.50% という先進国の中でも大きなマイナス金利幅はユーロを保有する明確なデメリットだが、過去 3 か月間における「限界的な欧米金利差の変化幅」がユーロ買いを肯定するのも事実であろう。これが足許のユーロ買いの起点になった可能性は高い。

～ユーロ買い加速は「ドルの過剰感」を受けたもの～

しかし、欧米金利差の縮小はあくまでユーロ買いの起点、言い換えれば「きっかけ」に過ぎない。金利差縮小という「方向感」がユーロ買いの「きっかけ」になったとは思われるが、「▲0.50%」という政策金利の「水準感」を思えば、金利差縮小がユーロ買いを加速させる主因になるとは思えない。ユーロ加速の理由として考えられるのはやはりドルの過剰感ではないかと筆者は考えている。

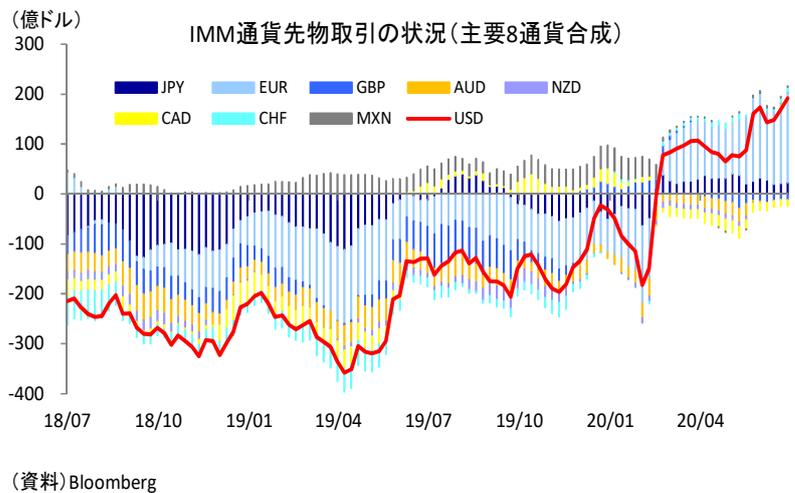
米国の拡張財政路線は異次元の規模に突入している。現在、トランプ政権と米議会が 3 月以降で実施した財政出動は約 3 兆ドルと GDP 比で 15% 以上の規模に達している。この上で 7 月中には追加で (公式には第 4 弾として) 約 1～2 兆ドルの臨時歳出が議論されている状況にある。失業給付の積み増し延長や給与税減税 (復職ボーナス) などを主軸に調整が進められており、仮に約 2 兆ドルの追加案が決まれば、コロナ対策のスケールは約 5 兆ドルに達することになる。これは 2019 会計年



度の歳出額(約 4.4 兆ドル)を優に超える額だ。ちなみにコロナショック以前、2019 会計年度の赤字は 0.9 兆ドルと想定されていたので、ここに 5 兆ドルを加えると赤字額は約 6 兆ドル、すなわち GDP 比で約 30%という規模に達する。過去 50 年、米国の財政赤字は平均して GDP 比で 3%であったので、今年度の財政赤字は「過去 50 年平均の 10 倍」という歴史的に見ても想像すらしえなかった規模ということになる。現在議論が進んでいる第 4 弾は従前の措置が 7 月いっぱい失効することで発生する下押し効果、いわゆる「崖効果 (cliff-edge effect)」を回避するための措置であり、必要緊急なものであることは確かだが、為替市場で「ドルの信認」が焦点となっても全く不思議ではない規模であるように思える。

～ユーロ以外の通貨にドル売りが波及する可能性～

当面の為替相場に関し、「米財政赤字の対 GDP 比率上昇に伴ってドル相場が下落」を前提にするのであれば、「ドル相場の方向感」を議論するよりも、「ドル売りの受け皿は誰になるのか」を考える方が賢明である。冒頭でも言及したが、IMM 通貨先物取引に反映される投機筋のポジションを見る限り、既にユーロ買いは限界にきているようにも見受けられる(図)。もちろん、「買われ過ぎて



いるから売られるはず」という見方は身も蓋もないものだが、ユーロが世界有数のマイナス金利通貨であることを踏まえれば、ここからのユーロ上昇は急落と背中合わせという気持ちは持っておきたい。

片や、円の買い持ち高は穏当な水準に押さえられており、カナダドル、豪ドルといったその他主要通貨に至ってはまだ売り持ちされているものもある。かかる状況下、ユーロ以外の通貨にドル売りが波及してくる展開に構える局面と考えたい。事実、東京休場中に円相場は連騰している。筆者はユーロ/ドルが年内に 1.20 へ手をかける時間帯があっても不思議ではないと考えているが、相応の調整をこなしてからでないと、その大台には届かないという基本認識である。

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。

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22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPIは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
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～
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政策理事会レビュー～PEPPI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～立ちほだかる「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識へ～
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～)
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次ステータス」
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政策理事会レビュー～実質的なデビュール戦～
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～)