みずほマーケット・トピック（2020 年 7 月 28 日）

「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～

ドルインデックスは 7 月に入ってから▲4%、3 月の年初来ピークからは▲10%も下落。為替市場のテーマは「ドル売りの受け皿は誰か」を考えることになりつつある。過去 3 か月間、ドル売りの受け皿はユーロが一手に引き受けており、その勢いは足許まで続いている。なぜ、ユーロが受け皿に選ばれたのかという理由に関しては、過去の本欄を参照にして頂きたいが、その理由の多くは円とドルの関係にも当て嵌まることも見逃せない。ユーロに出遅れて円が買われること自体、さほど違和感はないと言える。なお、ユーロ買いについては、さらにシンプルな論点として「主要国の中で欧州の立ち上がりに最も期待できそうだから」という考え方もある。現在の IMF 見通しに基づけば、2021 年に関し、ユーロ圏（6.0%）は米国（4.5%）を 1.5%ポイント上回る。これは実は過去最大の欧米逆転という構図であり、「長い目で見てドルよりもユーロの方が安心して買える」という思いが芽生えている可能性もある。円については「貿易黒字なき円高」が焦点。

～「ドル売りの受け皿」がテーマ～

為替市場では主要通貨が久々に動意づいている。昨日の本欄ではユーロ相場の騰勢に関して改めて解説を重ねたが、そこでは IMM 通貨先物取引に見られる投機筋のユーロ買いが歴史的な水準に膨らんでいることなどを踏まえ、以下のように論じた：

- **「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。**
- **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。**

ドルインデックスを見れば 7 月に入ってからだけで▲4%（3 月の年初来ピークからは▲10%）も下落しており、明らかに市場のテーマが「ドル売りの受け皿は誰か」を考えることになりつつある。過去 3 か月間、ドル売りの受け皿はユーロが一手に引き受けており、その勢いは足許まで続いている。なぜ、ユーロがこれほど大規模かつ継続的なドル売りの受け皿に選ばれたのかという理由に関しては、これまでも論じてきたように、①欧米金利差の縮小幅が顕著であること、②既に政策金利の底打ち感が見られること、③そもそも世界最大の経常黒字でディスインフレ通貨という通貨高のファンダメンタルズを備えていることなどの論点があった。元々、これら①～③の理由は、概ね円とドルの関係にも当て嵌まることであり、ユーロに出遅れて円が買われること自体、さほど違和感は覚えない。IMM 通貨先物取引の状況においても、円買い余力は残されているようにも見え、目先の 105 円割れを展望すること自体、それほど無理はないように感じられる。

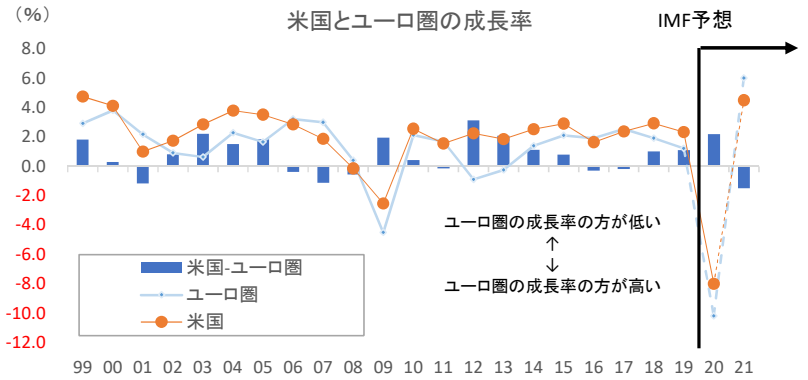
～2021 年、欧米の成長率は過去最大の逆転へ～

なお、ユーロ買いについては、さらにシンプルな論点として「主要国の中で欧州の立ち上がりに最も期待できそうだから」という考え方もある。右表にも示すように、6 月に改訂された IMF 世界経済見通しでは 2020 年こそユーロ圏の成長率は日米欧で最悪の仕上がりとなりそうだが、2021 年にかけての戻りで言えば日米よりも大きなものが予想されている。ちなみに単一通貨ユーロが誕生した 1999 年から 2019 年までの 21 年間について、ユーロ圏の成長率が米国のそれを上回ったのは 21 回中 7 回だけである(右図)。その際、最も両者の成長率が乖離したのが米国同時多発テロのあった 2001 年であり 1.2%ポイントもユーロ圏(2.2%)が米国(1.0%)を上回っていた。しかし、現在の IMF 見通しに基づけば、2021 年に関し、ユーロ圏(6.0%)は米国(4.5%)を 1.5%上回ることになり、過去最大の欧米逆転という構図になる。新型コロナウイルスの感染防止についても米国が欧州に大きく劣後していることは既報の通りであり、「長い目で見てドルよりもユーロの方が安心して買える」という思いが芽生えている可能性はあるだろう。

2021年にかけての主要国の成長率軌道

	2020年(①)	2021年(②)	戻り具合(②-①)
米国	-8.0	4.5	12.5
ユーロ圏	-10.2	6.0	16.2
ドイツ	-7.8	5.4	13.2
フランス	-12.5	7.3	19.8
イタリア	-12.8	6.3	19.1
スペイン	-12.8	6.3	19.1
日本	-5.8	2.4	8.2

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(20年6月改定版)



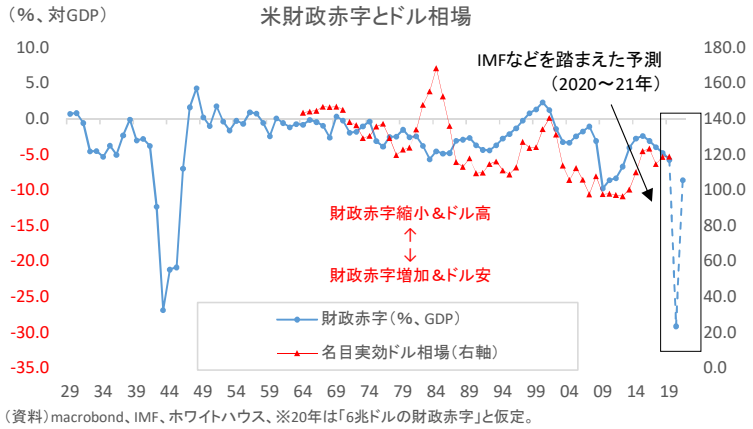
(資料)macrobond

もちろん、IMF 自身が報告書の副題で「類例のない危機、不確実な回復(A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery)」と認める通り、あらゆる論点は手探りでしかない。例えば、今年の冬を見通せば、欧州の新型コロナウイルス騒動が終息したかどうかは断言できるものではないだろう。しかし、現時点では「欧州経済に劣後する米国経済」という構図が鮮明化しつつあるのは確かであり、それがユーロとドルの力関係に表出しているという考え方はあり得る。

～「貿易黒字なき円高」か？～

本欄で繰り返し論じてきたように、現在の為替相場の潮流を真因は恐らく「ドルの過剰感」である。年間で GDP 比 30%という財政赤字は明確なドル安要因であるため、ユーロの投機的な買い持ちが膨らむことを横目に「ユーロ以外の受け皿」も探す必要がある状況と考えられる。それが円になりつつあるのかどうかが目下の注目点だが、貿易赤字が慢性化している円がユーロほどの連騰を果たすのは難しいようにも感じられる。ユーロは 4 月初頭から約+7%上昇しているが、円が同時期(107.50 円付近)から+7%上昇すると 100 円を割り込むことになる。得てして大台を割り込むようなヒ

ステリックな円高局面は貿易黒字を背景としたドルの投売り(・円買い)がドライバーとなってきた印象もあるため、実需の後押しがない中で 90 円台定着を実現するのは容易ではないようには思われる。とはいえ、財政赤字の規模から推察される「ドルの過剰感」は過去に例がないものであり(図)、「貿易黒字なき円高」が実現する可能性は十分にあると筆者は考えている。



(資料)macrobond、IMF、ホワイトハウス、※20年は「6兆ドルの財政赤字」と仮定。

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に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
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～
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～PEPP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、「真のパズー力」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～ペ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買い入れ近況について
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～実質的なデビュー戦～
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」