みずほマーケット・トピック（2020 年 9 月 2 日）

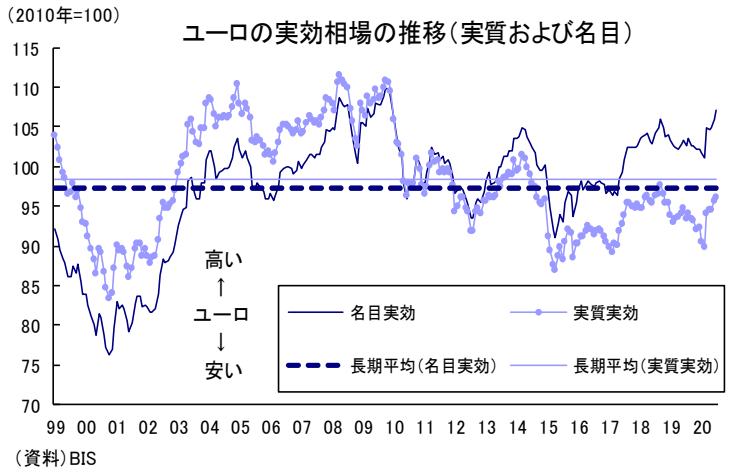
「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～

ユーロ/ドル相場が遂に一時 1.20 台を回復した。「1.20」は概ね購買力平価（PPP）であり、2014 年 6 月のマイナス金利導入以前は下値の「底」、導入以後は「天井」として機能してきた経緯。つまり、マイナス金利導入前後の世界を分け隔てる重要な節目である。実効ベースの議論に引き直した場合、長期平均に対して名目（NEER）では上離れしているが、実質（REER）ではわずかに上昇余地を残しているのが現状。一方、IMM 通貨取引に見る投機ポジションのユーロ買いは極めて大きく、当面は売りの口実が探られやすいと考えられる。8 月に見られたように、一部の経済指標が悪化するだけでも今の地合いが崩れやすいことは留意しておきたい。マイナス金利導入後、「天井」となってきた対ドルでの「1.20」や REER の長期平均を打ち破り上昇を続けられるのか。ユーロが円に取って代わるリスクオフ通貨になれるかどうかが今、試されている。

～世界を分け隔ててきた「1.20」～

昨日の為替市場ではユーロ/ドル相場が遂に一時 1.20 台をつけた。2018 年 5 月 3 日以来、約 2 年 4 か月ぶりの高値である。過去の本欄[1]でも議論してきたように、ユーロ/ドル相場にとって「1.20」は概ね購買力平価（PPP）であり、2014 年 6 月のマイナス金利導入以前は下値の「底」、導入以後は「天井」として機能してきた経緯がある。マイナス金利導入前後の世界を分け隔てるかのような「1.20」という水準はユーロ/ドル相場にとって特別な節目と筆者は考えている。近年のピークは 2018 年 2 月 16 日の 1.2555 だが、果たしてここまで到達できるのかどうかが目先の注目点となる。

実効ベースの議論に引き直した場合、長期平均に対して名目（NEER）では上離れしているが、実質（REER）ではわずかに上昇余地を残している。理論的に、実質実効為替相場は長期平均（99 年以降平均）に収斂することが想定されるが、マイナス金利が導入された 2014 年以降、REER が安定的に長期平均を超えたことはなく、タッチするのが精一杯という経緯があった（図）。今回もこのパターンに嵌まってしまうのか、それとも新たな主戦場にステップアップするのかが注目される。現状はその分岐点に差し掛かっていると言える。なお、現状で NEER はリーマンショック後の最高値を更新中であることも留意しておきたい。

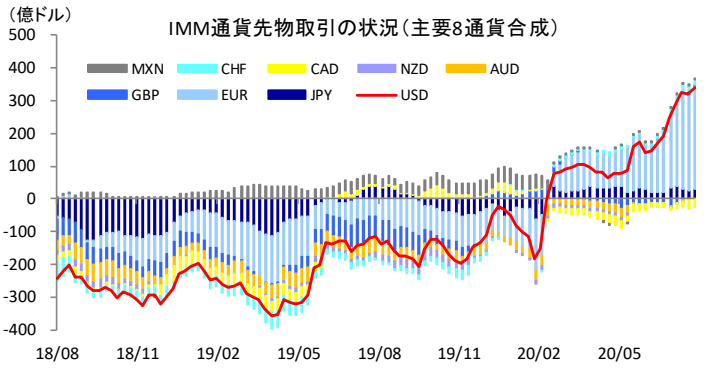


（資料）BIS

[1] 本欄 2020 年 8 月 14 日号『ユーロ/ドルは購買力平価（PPP）に向かっているのか～「1.20」台復帰を目指して～』をご参照下さい。

～「売り口実」探しが始まりそう～

周知の通り、IMM 通貨先物取引に映し出される投機筋のポジションが史上最大かつ最速とも言えるペースで積み上がっており(図)、基本的には売りの口実が探られやすい地合いが固まりつつあるのは間違いない。もはや、「買われ過ぎ」を理由に売られても不思議ではない状況にあり、現状はその口実になりやすい材料に気を配るべき時間帯と考えたい。例えば、8 月はユーロ圏 PMI が感染再拡大への懸念を背景として悪化し、これに応じてユーロ売りが優勢となる時間帯があった。足許のユーロ高の背景については、これまで繰り返し議論してきたので詳述を避けるが、複数指摘される買い要因の中で「新型コロナウイルスの感染拡大抑止が米国に比べて上手くいっている」、ひいては「2021 年にかけての成長率がユーロ圏が米国を上回る」という解説があった。改善が続いてきた PMI の悪化はこうしたユーロ買い材料の一角が崩れることを意味し、今のユーロ相場にとっては非常に「危ない材料」と考えられたが、今回は一時的な売りでしのぎ切っている。複数経済の集合体であるユーロ圏については GDP 以外のハードデータが注目されにくく、どちらかと言えば、PMI のようなソフトデータの挙動が注目されやすい。類似の展開に注意が必要だろう。



(資料)Bloomberg

～「真のリスクオフ通貨」になれるかどうか？～

筆者は 2014 年 6 月に刊行した『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』において、ディインフレ傾向や巨大な経常黒字など、取り巻く諸条件が日欧で似通ってきていることから、円のように、ユーロがリスクオフ通貨と見なされる未来が来るのではないかと主張した。近年、その傾向は少しずつ強まってきていると感じるが、定期的に顔を出す政治的な脆弱性(財政政策がばらばらで救済策がまとまらないことなどを含む)を理由に騰勢が続かないというユーロ特有の欠点も目についている。

上述したように、米国対比で期待されている実体経済の仕上がりが芳しくないと露呈した場合、ユーロは手放されやすいだろう。しかし、「世界最大の貿易黒字」から構成される「世界最大の経常黒字」を擁するユーロは本来、実体経済の強弱にかかわらず、買われる筋合いにあるはずである。事実、「失われた 20 年」という悲惨な局面でも円高は続いたのだから、同じような構造を持つユーロがそうなっても全く不思議ではない。マイナス金利導入後、「天井」となってきた対ドルでの「1.20」やREER の長期平均を打ち破り上昇を続けられるのか。ユーロが円に取って代わるリスクオフ通貨になれるかどうかが今、試されていると筆者は捉えている。

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9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版（FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～ ）
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年7月分）
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版（ユーロ/ドルは購買力平価（PPP）に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～）
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
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～
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～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