

みずほマーケット・トピック(2020年9月24日)

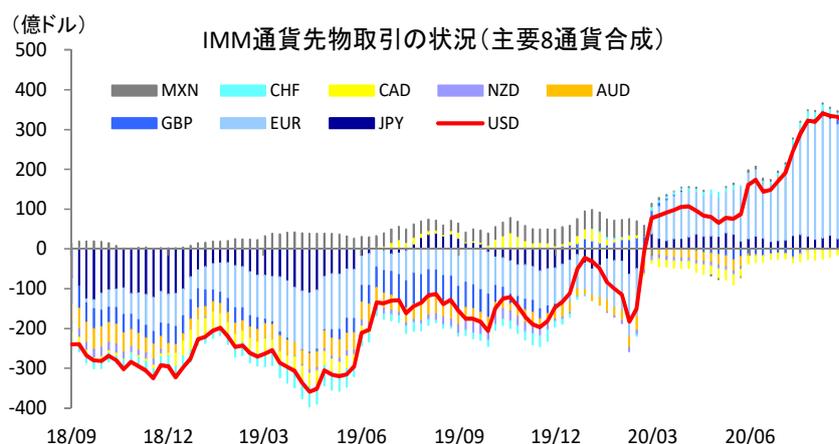
為替市場を規定するユーロの値動き

為替市場は「ドル>円>ユーロ」の力関係が優勢に。9月初旬までに見られた「ユーロ>円>ドル」の巻き戻しと考えられる。過去半年間、投機ポジションは「ユーロ買い・ドル売り」の一点張りであったが、果たしてこの巻き戻しが始まったのかどうか注目される。今週に入ってから円高から円安に反転しているのは、ドルが対円で買われているというよりも、これまで対ユーロで売られてきた分が巻き戻されてドル高になっており、円も連れ安になっているという解釈。要するに、円相場の主体的な動きではなく、ドルとユーロという2大通貨の綱引きに応じて右往左往しているだけという話。ECBは実効ベースでのユーロ高が是正されない限り、通貨高への警戒を緩めることはないだろう。実効ベースであと▲3%程度の調整は必要か。それはユーロ/ドル相場で言えば1.13台までの調整を意味する。最近のECBによる通貨高けん制は身内であるブンデスバンクからも苦言が呈されるほど露骨だ。インフレ期待がはっきりと持ち直している中での追加緩和検討はECBの問題意識が「物価よりも為替」となっていることの証左と言える。

～主体性のない円相場～

為替市場では「ドル>円>ユーロ」の力関係が優勢となっている。9月初旬までに見られた「ユーロ>円>ドル」の巻き戻しが出始めているということだろう。昨日発行した『IMM通貨先物のポジション動向(2020年9月15日時点)』でも見たように、主要8通貨のドル合成ポジションの売り持ち高は前週の332.0億ドルから317.5億ドルへと3週連続で縮小している。この動きをけん引したのがユーロ買い持ち高の縮小であり、289.8億ドルから264.4億ドルへと3週連続で減少している。

図示されるように、過去半年間、投機ポジションは「ユーロ買い・ドル売り」の一点張りであったが、果たしてこの巻き戻しが始まったのかどうか注目される。今週に入ってから円高から円安に反転しているのは、ドルが対円で買われているというよりも、これまで対ユーロで売られてきたドルが巻き戻されるに伴ってドル高が進んでおり、円も連れ安になっ



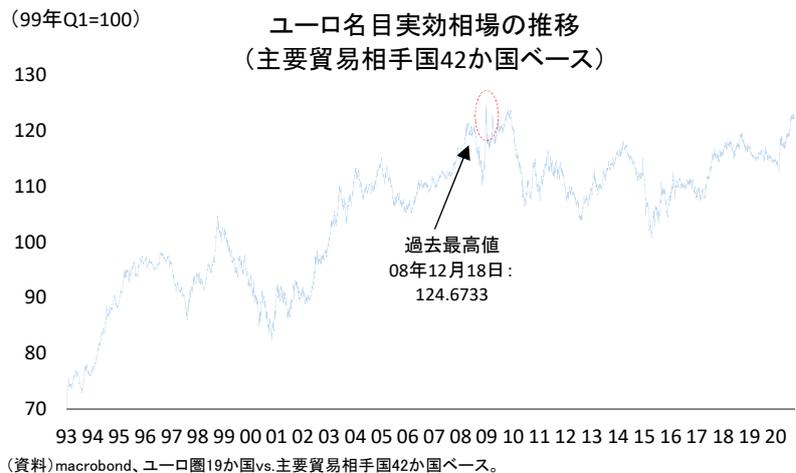
(資料)Bloomberg

ているという解釈が腑に落ちる。要するに、円相場の主体的な動きではなく、ドルとユーロという2大通貨の綱引きに応じて右往左往しているだけというのが現状と見受けられる。ちなみに IMM 通貨

先物取引のポジションに関して言えば、ポンドの買い持ち高も前週の 10.3 億ドルから 1.8 億ドルへ 3 週ぶりに縮小し、一気に中立方向へ調整が進んでいる。ブレグジットの交渉過程が再び混迷の度を深めていること、英国において再び新型コロナウイルスの拡大兆候が見られていることなどが理由とみられるが、そもそも政治・経済的にポンドの買い材料は殆どなかったはずであり、ユーロ買い・ドル売り機運の中で「おまけ」のように買われていたポンドがここに来て手放されることに意外感はない。このように見ていくと現在の為替市場の流れは欧州通貨売りがドル高を主導することで既定されており、円安はその結果でしかないように見える。

～ECB のユーロ高警戒は継続～

では、現状のユーロ相場の動きを受けて、ECB の通貨高けん制がこれで収まるのだろうか。当面は ECB の「ユーロ高警戒度合い」が「追加緩和の可能性」とリンクしてくるはずなので重要な論点となる。結論から言えば、ECB がユーロ高への警戒を解くのはまだ先と考えられる。というのも、これまでのユーロ高は対ドルでの動きもさることながら、名目実効為替相場ベース(主要貿易相手国 42 か国



ベース、以下単に実効相場)で史上最高値を窺う勢いが目を引くものだった(図)。それは対ドルに限らず、殆どの通貨に対してユーロが一方向的に買われていたということを意味する。現在、ECB が日次で公表する実効相場は 9 月 19 日時点で最高値(123.052、8 月 19 日)から▲0.7%しか調整していない。もちろん、本日(24 日時点)ではもっと調整は進んでいるだろうが、3 月以降の上昇幅(最大で+7.4%)を踏まえれば、まだ反転とは言えず、微弱の調整といった範囲だろう。

また、今後実効相場が「方向感」として多少下落しても、「水準」として高止まりすれば外需依存型のユーロ圏経済にとっては負担になる。上図で見て視認できるほどはっきりと水準が下がってこない限り、ECB はユーロ高への警戒感を緩めないと思われる。具体的なイメージで言えば、実効相場が最高値から半値戻しするとして、足許から▲3%程度の調整を想定することになる。それはユーロ/ドル相場で言えば 1.13 台までの調整を意味する。そこまではっきりした動きになってくれば ECB のトーンも変わり、追加緩和期待も一旦は収まるのではないかと。

～今年の為替市場の特徴:「ユーロに規定される流れ」～

ちなみに ECB のユーロ高警戒に関しては気になる報道も見られている。ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)は、9 月 21 日に公表した報告書の中で「ECB はユーロ相場を動かす意図はないが、その政策運営によってユーロ相場が大きく影響を受けている」、「金融政策を伝達する際、為替相場に及ぼす可能性のある影響を考慮する必要がある」などと指摘している。これはブンデスバンクから

ECB への「苦言」と考えても良いだろう。身内からこのようなメッセージが出てしまうほど、ECB 政策理事会の問題意識および議論が物価ではなく為替に向いているのだと推測される。本来、ECB は FRB と異なり、雇用最大化などは念頭に置かず、物価安定に絞った政策運営を志向する中央銀行である。こうした思想は来年にかけて完了する ECB の包括戦略見

直しを経て変わってくることが予想されるが、現時点では物価安定こそが ECB の抱く唯一にして絶対の行動基準であることは間違いない。それゆえ、「次の一手」を検討するにあたっては月次で公表されるユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の動向はもちろん、伝統的には日次で確認される 5 年先 5 年物インフレスワップフォワード (5 年先 5 年物 BEI) が示すインフレ期待が重視されることになっていた。例えばマイナス金利政策や量的緩和政策など、ECB にとって重要な政策変更は 5 年先 5 年物 BEI が屈折している時に行われやすかったという実績がある。この点、5 年先 5 年物 BEI の現状に目をやると、足許では水準こそ低いものの、明確に持ち直しが見られている(図)。

こうした状況で追加緩和の可能性が模索されること自体が、ECB が「物価ではなく為替」に着目していることの証左と言える。元より通貨(為替)は対外的な価値、物価は対内的な価値を示すものであるため、2 つの概念を切り離して考えることはできない。しかし、そうであるとしても、ブンデスバンクが指摘するように、9 月に入ってから ECB の情報発信がやや為替に傾斜し過ぎている印象はある。それだけ神経質になるのは為替市場参加者の視線がユーロ相場に注がれていることの結果でもあろう。冒頭の IMM 通貨先物ポジションが明示するように、全体の流れがユーロの動きに規定されやすくなっているという点が最近、いや今年の為替市場の特徴と言って良いと思われる。



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.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23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベノミクス」の深手～)
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
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～
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～「アベノミクス」の深手～)
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～PEPP「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/ドルは購買力平價(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～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～当分失われそうなるドル/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～このベ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