

みずほマーケット・トピック(2021年5月25日)

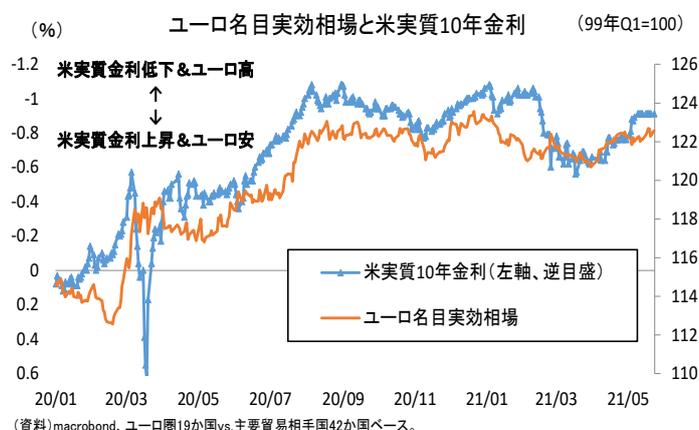
「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢

ユーロの名目実効為替相場(NEER)は3月末前後をボトムとして再び上昇に転じ、過去最高値を窺う地合い。このままでは再び通貨高を理由に ECB が緩和姿勢を強める可能性も排除できず。やはり「金利の無い世界」では世界最大の貿易黒字が通貨高を支える要因として威力を発揮しやすいのだろう。足許で騰勢を強めるユーロ圏消費者物価指数(HICP)だが、今後はエネルギー価格にまつわるベース効果が剥落するに伴い伸びが鈍化してくるだろう。NEERの上昇はこの傾向に拍車かける可能性も。ユーロ圏経済の輸出依存度の高さも踏まえれば、6月に予想されるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース減額も見送られる可能性。なお、ラガルド ECB 総裁は就任1年半で約+4.1兆ドル(≒約2.9兆ユーロ)拡大させている。これはドラギ時代の8年間の倍以上の変化幅。しかし、対ドルでのユーロ相場を押し下げるには至らなかった。量的緩和で通貨価値を押し下げる試みが報われないことを示したと言える。

～ユーロ実効相場は再び過去最高値圏へ～

ユーロ相場の堅調が続いている。ECB公表の名目実効為替相場(NEER)は3月末前後をボトムとして再び上昇に転じ、過去最高値を窺う地合いにある。現行水準は昨年10月末、ECBが声明文において「新型コロナウイルスの感染状況(pandemic)や、ワクチン開発状況(a rollout of vaccines)そして為替相場動向(developments in the exchange rate)を含む今後、明らかになってくる情報を注意深く評価する」と通貨高と感染症を併記し、リスク要因として列挙し始めた頃よりも高い。現時点でも「We will also continue to monitor developments in the exchange rate with regard to their possible implications for the medium-term inflation outlook」と通貨高への警戒感は解かれていないが、このままでは再び通貨高を理由に ECB が緩和姿勢を強める可能性も排除できない。

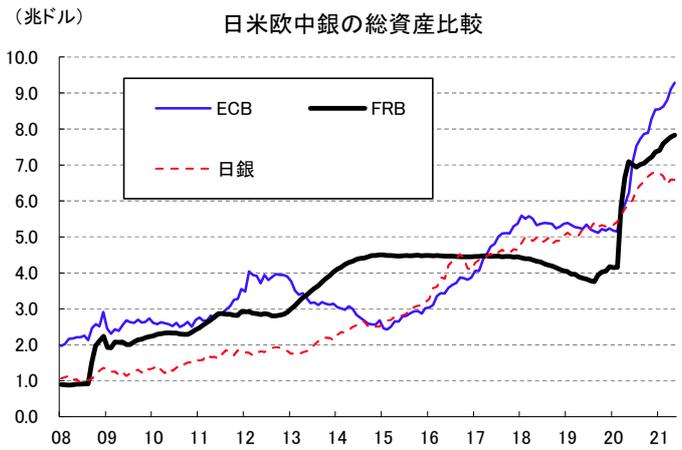
米名目金利のピークアウトとインフレ期待の上昇によって米国の実質金利が押し下げられていることに合わせてドル安が進行しており、ユーロ高はその結果だという見方が基本だろう(図)。しかし、本欄では繰り返し述べている通り、「金利の無い世界」において世界最大の貿易黒字が通貨高を支える要因として威力を発揮しやすいという側面はやはりあるのだと思われる。現に、1～3月期のドル高局面でユーロは円ほど下落を強い



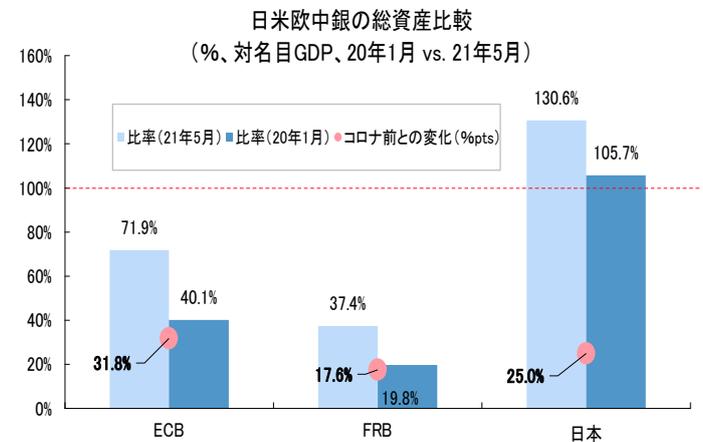
られなかった。ワクチン普及やそれに伴う感染予防状況も大いに関係があるだろうが、よって立つ実需が厚いユーロ相場は簡単には崩れないという特徴を示したのではないかと思う。

～たった1年半でドラギ時代の倍以上の量的緩和～

足許で騰勢を強めているユーロ圏消費者物価指数(HICP)だが、今後はエネルギー価格にまつわるベース効果が剥落するに伴い伸びが鈍化してくるだろう。NEERの上昇はこの傾向に拍車かけるはずである。その上でユーロ圏経済は輸出依存度が高いことを踏まえれば、6月に予想されるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース減額もユーロ高を横目に見送られる可能性が出てきているように感じられる。5月中旬時点でECBのバランスシートは9兆ドルを突破し、これはFRB(7.8兆ドル)を大きく引き離している。FRBは昨年3月に無制限国債購入の方針を示していた頃が最速ペースの購入だったが、ECBはそれに近いペースが過去1年間、続いている印象である(右図・上)。市場の一部が期待するように、6月以降に段階的縮小(テーパリング)に踏み切ったとしても、来年3月末の期限を迎える頃には前人未踏の10兆ドル到達が確実である。GDP比で見ても、2020年1月対比でECBは+32%ポイントの72%まで膨張している。これはFRBの倍近くのパースだ。ちなみにドラギ元ECB総裁は8年間の任期中(2011年11月～2019年10月)に約+1.9兆ドル(≒約2.2兆ユーロ)、バランスシートを拡大させたが、ラガルドECB総裁は2019年11月からの1年半で約+4.1兆ドル(≒約2.9兆ユーロ)拡大させている。あれほど様々なインパクトを残したドラギ時代の5分の1の期間で倍以上の量的緩和を実施したことになる。文字通り未曾有の規模である。



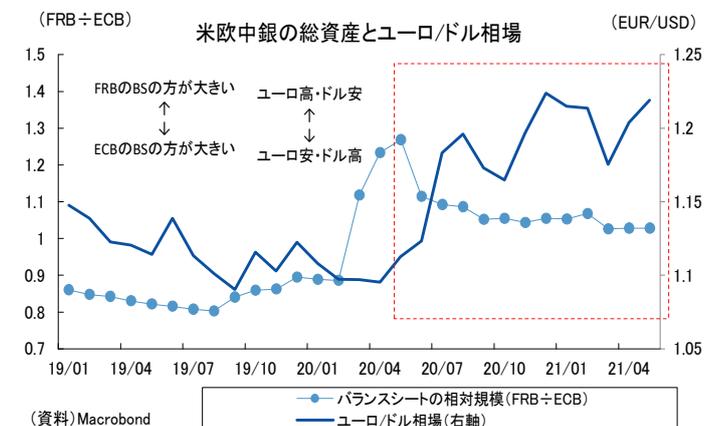
(資料) Macrobond、21年1月初週までの数字



(資料) Macrobond, IMF

～量的緩和で通貨高は是正できない～

5月21日時点でPEPPの残枠はまだ総枠1.85兆ユーロに対して7800億ユーロ残されている。1～4月の購入ペースは月平均で666億ユーロ(週167億ユーロ)である。このままのペースで走っても来年3月末まで余裕を持った運営が可能であるため、やはり6月、購入ペースを据え置きにする可能性はあるように思う。PEPPは国債金利の低位安定とそれに伴う資金調達環境の安定を企図



(資料) Macrobond

したものであり、その意味で所期の効果をあげているとも言える。

だが、上述してきたように、その結果として積み上げられた「量」はユーロ高の是正には全く効いていない。前頁図に示すように、ECB の FRB に対するバランスシート規模は過去 1 年間で一方的に拡大しているが、ユーロの対ドル相場は一方的に上昇してきた。中央銀行のバランスシート規模が所管する通貨の価値に対し決定的な影響を及ぼさないことを ECB は身をもって示したと言える。『中期為替相場見通し』で示したように、今後 1 年間の為替市場では再びドル相場が騰勢を強める展開を予想するが、対ユーロ相場に関しては最大でも 1.15 程度が下値目途として機能してくると筆者は考えている。結果、ユーロの対円相場は来年、140 円の高値を臨む展開もあり得ると考えたい。

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。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまいうエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「拳闘一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下らない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンタッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ