

みずほマーケット・トピック(2023 年 11 月 14 日)

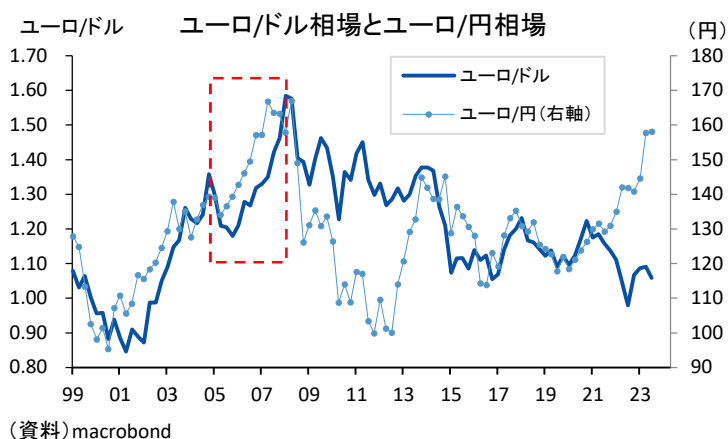
ユーロ/円、15 年ぶりの高値をどう理解すべきか

ドル/円相場の年初来高値更新が注目される中、ユーロ/円相場の高値更新についても照会が多い。約 15 年ぶりの高値で推移するユーロ/円相場を受けて、「ユーロ圏の経済・金融情勢について何が評価されているのか」と疑問を抱く向きは多そう。結論から言えば、ユーロ/円相場の続伸はユーロ圏の経済・金融情勢が評価された結果とは言えない。現在と比較される 2002～08 年に起きたユーロ相場の持続的な上昇局面はユーロがドルに次ぐ「第二の基軸通貨」となったといった特殊な期待感の下で実現した。当時、為替市場で起きていたのは紛れもなくユーロ全面高であり、対円でも、対ドルでも騰勢が続き、史上最高値は当時記録したものである。しかし、今のユーロ相場は対円で続伸する一方、対ドルでは軟調。その意味で決してユーロ全面高とは言えず、08 年に記録した 160 円台とは同じ文脈で評価することはできない。世界の外貨準備に占めるユーロ比率を見ても、30%に迫っていた当時に対し現在は 20%未満。現在はあくまで円が実効ベースで歴史的な弱さに沈む中、対ユーロでも弱くなっており、それが「たまたま」歴史的な水準になっているだけ、というのが実情と整理。現状の流れが続けば、史上最高値(169.97 円)の更新も視野に入るが、あくまで円の弱さの一環として受け止めれば良いだろう。

～15 年ぶりのユーロ高・円安を読み解く～

ドル/円相場の年初来高値更新が注目される中、ユーロ/円相場の続伸について照会が増えている。昨日も 162.37 円と 2008 年 8 月以来、約 15 年ぶりの高値を更新し、高値圏での推移が続いている。この点、「ユーロ圏の経済・金融情勢について何が評価されているのか」という問い合わせは多い。結論から言えば、ユーロ/円相場の続伸はユーロ圏の経済・金融情勢が評価された結果とは言えない。

2002～2008 年にかけて起きたユーロ相場の持続的な上昇局面はユーロがドルに次ぐ「第二の基軸通貨」となったといった特殊な期待感の下で実現したものであり、「euphoria(陶酔・熱狂)」に因んだ造語「europhoria(ユーロフォリア:ユーロに対する陶酔・熱狂)」まで生まれた。ちょうど 2007～08 年といったユーロ相場が高値を付けるタイミングで欧州委員会経済金融総局に在籍していた筆者はユーロ導入 10 周年記念論文『EMU@10:successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union』の執筆に関わった。ユーロ相場が対ドル、対円で史上最高値を付ける中、

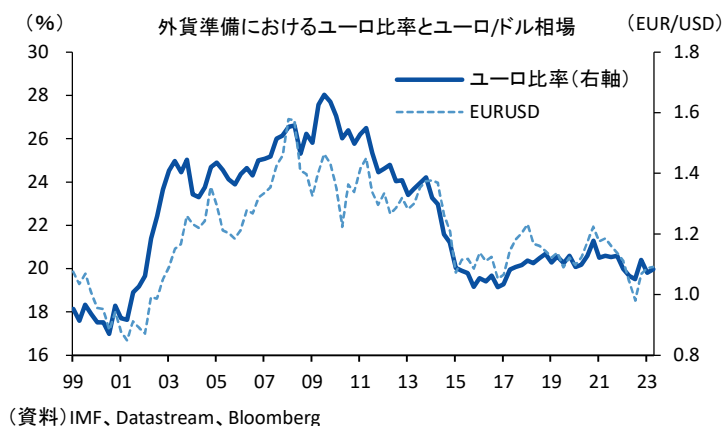


「ユーロの基軸通貨性を考察する」というのが同論文の争点になっていた。ユーロに対する期待感が分かる話だろう。少なくとも今では議論すらされない話だ。

当時、為替市場で起きていたのは紛

れもなくユーロ全面高であり、対円でも、対ドルでも騰勢が続き、いずれの通貨に対しても史上最高値は当時記録したものである。しかし、現在のユーロ相場は対円で続伸する一方、対ドルでは軟調が続いている(前頁図)。その意味で決してユーロ全面高とは言えず、2008年に記録した 160 円台とは同じ文脈で評価することはできない。なお、ちなみ

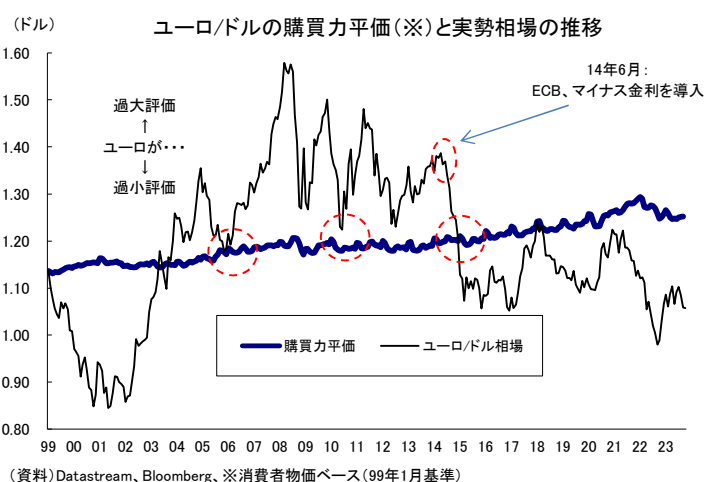
に当時は世界の外貨準備運用においても 25%以上がユーロで占められており、2009 年 7～9 月期には 28%と史上最高値を付けている。言うまでもなく「第二の基軸通貨」期待によって押し上げられたものであり、この点、20%未満が続く現状とは大きな開きがある(図)。



～160 円超えは単なる円安の結果～

足許でユーロ/円相場は約 15 年ぶりの高値を付けているものの、ユーロが為替市場全体で猛威を奮っていた 2008 年とは状況が大分異なる。現在はあくまで円が実効ベースで歴史的な弱さに沈む中、対ユーロでも弱くなっており、それが「たまたま」歴史的な水準になっているだけ、というのが実情と見受けられる。また、ユーロの歴史はまだ 25 年程度しかないのだから、歴史的な水準と言っても、それを更新するハードルはドルよりも低い。現状の流れが続けば、史上最高値(169.97 円)の更新も視野に入るが、そうなったとしてもそれは円の弱さに起因するものであって、ユーロフォリアに沸いた当時の状況とは分けて理解すべきという点に変わりはないはずである。

確かに、政策金利に関し、ユーロは円よりも比較にならないほど高く、それ自体はユーロ要因に根差したユーロ買い・円売りではある。先週 10 日にはラガルド ECB 総裁が「少なくとも数四半期、現行水準で維持」する方針を口にした。当面の利下げ可能性が排除されたことでユーロ相場が対円で押し上げられた部分もあったと見られる。しかし、円と比べれば世界中のどの通貨も高金利通貨であり、ユーロだけが買われる理由にはならないし



実際、そうはなっていない。現状の円安・ユーロ高をユーロ圏側の事情から解説するのはやはり難しい。なお、ラガルド総裁が利下げ可能性を排除した際、ユーロ相場は対ドルでも上昇はしているが、1.07 付近は 2 か月ぶりの高値ではあるものの、2008 年 4 月につけた史上最高値(1.599)には

程遠い。歴史的な高値に接近しているのユーロ/円相場とは対照的に、ユーロ/ドル相場はむしろ、購買力平価(PPP)対比で歴史的な下方乖離が放置されたままである(前頁図)。長い目で見れば、ユーロ相場は対ドルで沈んだままというのが現状である。

ちなみに、「円については介入警戒感がある一方、ユーロにはそれが無い」ということがユーロ/円の押し上げに繋がっているという指摘もある。一理あるものの、やはり無理のある理屈に思える。昨年、パリティ割れが常態化した時ですら、ECBによるユーロ買い・ドル売り為替介入は争点化していなかった。ユーロ/円相場の上昇を説明するには後講釈と言わざるを得ない。いずれにせよ、15年ぶりの高値であるユーロ/円相場の160円超えに特別な意味を見出すことは難しく、単純に対主要通貨で円が弱くなっている一環と理解しておけば問題ないだろう。

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
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも揺るがるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が揺るがるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
2023年8月14日	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月10日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月9日	週末版(アマゾンプライム)値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月8日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月7日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月4日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月2日	週末版
2023年7月31日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派を示唆～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか?
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
2023年7月13日	週末版
2023年7月12日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月11日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月10日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
2023年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月13日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月12日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか?