

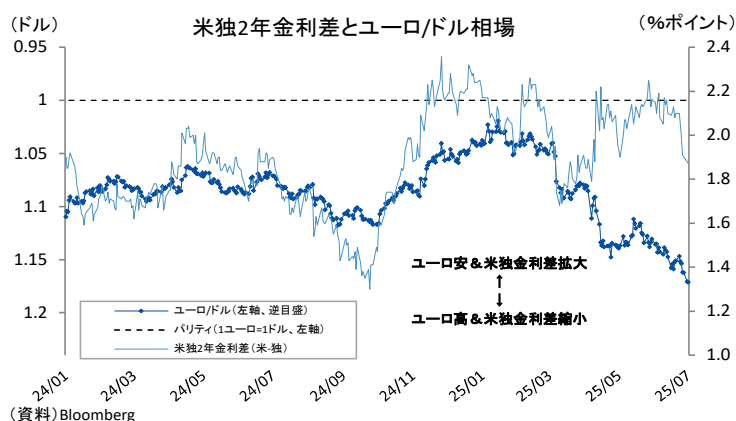
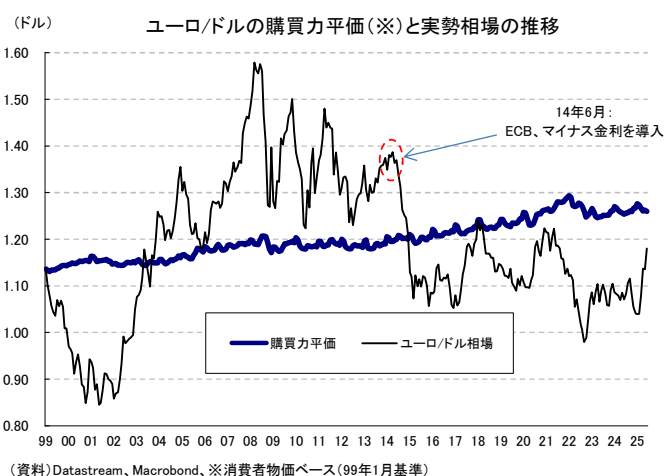
みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 3 日)

今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途

上半期の流れを受け継いで為替市場ではユーロ相場が騰勢を強めている。とりわけ対ドル相場についてはドル凋落が争点化する中での動きであり、これが構造的なユーロ買い相場の到来なのかどうか注目される状況。購買力平価(PPP)の観点からは概ね 1.26 付近が示唆される状況にあり、1.18 まで上昇した足許でも▲6%程度の過小評価ということになる。ユーロ圏はドイツを主軸として世界最大の経常黒字圏でもあり、(日本と違って)その実態はほぼ全て貿易黒字から構成されているため、アウトライトのユーロ買いも恒常的に発生するという特徴がある。ユーロ/ドル相場は「物価、需給の両面からファンダメンタルズが強い通貨であり、それゆえに逃避通貨になれる素質がある」というのが拙著「欧州リスク 日本化・円化・日銀化」(東洋経済新報社、2014 年)の趣旨でもあった。近況を踏まえると、そのような基本認識は現状には当てはまりそう。片や歴史を振り返れば、ユーロ/ドル相場の史上最高値は 1.60 台とより高い水準。「ユーロフォリア(europhoria)」と呼ばれた当時と現在で何が違うのか。現状と展望を整理したい。

～物価・需給・金利で考えるユーロ/ドル～

上半期の流れを受け継いで為替市場ではユーロ相場が騰勢を強めている。対ドルでは 1.18 付近、対円では 170 円付近と年初来高値圏で推移している。とりわけ対ドル相場についてはドル凋落が争点化する中での動きであり、これが構造的なユーロ買い相場の到来なのかどうか注目される状況にある。ちなみに購買力平価(PPP、消費者物価指数、1999 年基準)の観点からは概ね 1.26 付近が示唆される状況にあり、1.18 まで上昇した足許でも▲6%程度の過小評価ということになる(右図・上)。消費者物価指数についてはユーロ圏が米国を劣後する時代が長く続いていることもあり、ユーロ/ドルの PPP も発足以来、緩やかに押し上げられる状況が続いている。その上でユーロ圏はドイツを主軸として世界最大の経常黒字圏でもあり、(日本と違って)その実態はほぼ全て貿易黒字から構成されているため、アウトライトのユーロ買いも恒常的に

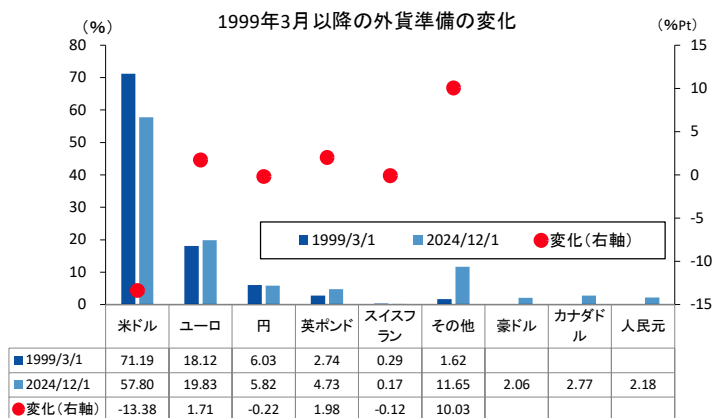
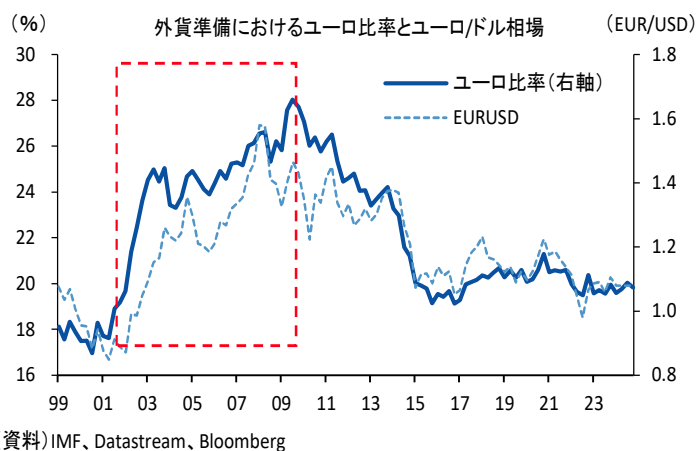


発生するという特徴がある。ユーロ/ドル相場は「物価、需給の両面からファンダメンタルズが強い通貨であり、それゆえに逃避通貨になれる素質がある」というのが拙著「欧州リスク 日本化・円化・日銀化」(東洋経済新報社、2014 年)の趣旨でもあった。最近の相場つきを踏まえると、そのような基本認識が現状には当てはまりそうである。

しかし、相対的なデフインフレと盤石な需給というファンダメンタルズを抱えながらユーロ/ドル相場は長らく低迷が続いてきた。これはひとえに 2014 年以降、マイナス金利政策が常態化し、それが解除された後も欧米金利差に照らせばユーロの投資妙味が劣化する状況が続いてきたからであった。前頁図に示すように、2014 年 6 月にマイナス金利政策を導入し、これを掘り下げる運営に突入して以降、ユーロ/ドル相場は恒常的に PPP および 1.20 を割り込むようになった。ウクライナ戦争直後は資源価格高騰からドイツの貿易収支が赤字寸前まで追い込まれるなど需給面で脆弱性も広がったため、パリティ(1 ユーロ=1 ドル)割れにも至ったが、その後は足許に至るまで復調傾向が続いている。欧米金利差が大して変わっていないにもかかわらず、ユーロ/ドル相場が一方的に上昇しているため、いわゆる「ドルから欧州へのローテーション期待」というのが持ち出される状況にある(前頁図・下)。先週末の本欄でも述べているように、これは一考に値する指摘ではあり、関連指標の継続的なウォッチが必要な論点と考えられる。

～ユーロフォリア時代との違い～

歴史を振り返れば、ユーロ/ドル相場の史上最高値は 1.604(2008 年 9 月 30 日)とより高い水準にある。1999 年の導入以来、ほぼ一本調子で上がり続け、2005 年から 2008 年までは一段と加速した。この時期、筆者はちょうど欧州委員会に在籍していたが、当時は「ユーロ (euro)」と「高揚感(euphoria)」を合わせた「ユーロフォリア(europhoria)」なる造語が飛び交った時代であり、「第二の基軸通貨としてのユーロ」を語る論調が跋扈していた。その意味でドルとの代替可能性が期待される現在と似た空気を感じるが、当時はそれを期待させるだけの数字があった。図(上)は世界の外貨準備におけるユーロ比率とユーロ/ドル相場の動きを重ねたものだ。点線四角で囲った時代がユーロフォリアと呼ばれた時代であり、実際に世界の外貨準備に占めるユーロ比率は 28%まで上昇していた。その後、この水準は二度と更新されておらず、過去 10 年は概ね



※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料) IMF、Datastream

20%近傍で落ち着いている。現状、第二次トランプ政権の横暴と EU の戦略的自律を複合的に解釈した結果、再び「第二の基軸通貨としてのユーロ」がテーマ化しているものの、価値保蔵手段としてのユーロが存在感を高めているという定量的な証左はまだない。もちろん、ユーロフォリアの時代も 10 年近くかけて、その動きが可視化されたので判断はまだ早い。しかし、ラガルド ECB 総裁も 6 月の総裁会見後に述べていたように「ドルが駄目だからユーロが選ばれる」というほど単純な構図ではなく、世界の外貨準備運用はドルからカナダドル、豪ドル、人民元などに分散する最中にあり、運用多様化が 1 つのテーマとなっている(前頁図・下)。この点は過去の本欄でも繰り返し確認してきた事実だ。たかだか半年間の実勢相場が好調だからと言って、「ドルから欧州へのローテーション期待」や「第二の基軸通貨としてのユーロ」を当然視することはできない。

～ローテーションやユーロの基軸通貨性は息の長いテーマ～

ユーロフォリアの時代と現在の違いはあくまでトランプ政権の横暴という「敵失」が発端になってユーロが評価されているということであり、ユーロフォリア時代のように欧州に対する前のめりの期待が存在するわけではない。現状、金融市場から好感されている欧州再軍備計画も半ばトランプ政権に強いられた話であり、その詳細はまだ詰まっていない。過去の本欄でも繰り返し取り議論したように、パンデミックからの復興計画や欧州再軍備計画に付随する共同債発行計画は EU 最後にして最大の課題である財政統合を乗り越えるかどうかという目線から評価されるものだ。その意味で漠然とした熱に浮かされただけのユーロフォリア時代よりは地に足が着いた期待を背負っているとも言える。とはいえ、その成果が直ぐに見えてくるほど簡単な話ではなく、恐らく実勢相場におけるユーロ堅調は FRB の利下げ停止やトランプ関税撤廃などを受けて都度、揺り戻しには直面するだろう。その時、金融市場は「ドルから欧州へのローテーション期待」や「第二の基軸通貨としてのユーロ」といったテーマをきっと忘れてしまうだろうが、そうなった時も水面下で外貨準備比率や対米証券投資統計(TIC)に変化が続いているのかどうかを監視することが重要な分析姿勢になってくるだろう。

国際為替部
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
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カープ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～