

ユーロ急落の背景 ECB の利上げは遠い可能性

G7 の共同宣言を承認しないというトランプ大統領のツイートがすべてを語る通り、前例がないほど結束を欠いたサミットだった。先進国の首脳が話し話合っても米国の保護主義に歯止めをかける術はないという諦観とともに始まった今週は「歴史的」というのは大袈裟かもしれないが、「スペシャル・ウィーク」だったことは事実だろう。史上初の米朝首脳会談。具体的なプロセスの確約がなく朝鮮半島の非核化が実現するかはまだ見えない。なんでも物事を否定的にみるのがカッコいいと思っている節のある輩からは米朝首脳会談に批判的なコメントが多く出ている。しかし、米朝首脳会談が友好的に開催されたのは事実だ。少なくとも相場にとって悪い話では決していない。

そして、米国は今年 2 回目の利上げを行い、欧州も年内で量的緩和を終了させることを決定した。ECB の決定を受けてユーロが売られた。量的緩和の年内終了は織り込み済みだったが、利上げの開始が来年の夏までないということが失望されてユーロの急落を誘ったとの解説があるが、それは的外れだろう。市場は来年 6 月の利上げを 7 割がた織り込んでいたはずだ。ノーサプライズの結果となって単に材料出尽くしの売りと見るのが自然だろう。

「単なる材料出尽くしの売り」以上の意味を、この市場のリアクションから読み解くとすればどうということになるだろうか。ひとつは、マーケットは先読みなどしなくて、目の前のことだけに反応する超短期主義だということだ。ECB の利上げは来年夏までない。しかも南欧不安などがくすぶっていて、それすら確実に実行できるかわからない。米国でさえテーパリングを終了させた 2014 年 10 月から 2015 年末の利上げまで実際に利上げに踏み切るまでには 1 年以上を要した。現在の超低金利が「少なくとも来年の夏まで」と ECB は言っているので、それがもっと長くなってもまったくおかしくはない。

ECB の利上げは「早くとも来年の夏まで」ない。一方、米国は今週開いた FOMC で利上げを決めたが、年内にあと 2 回、来年は 3 回の利上げの見通しが示された。来年 ECB が利上げを開始するまで最多で 4 回米国が利上げをする可能性が相当程度ある。遠い先の利上げより、目の前に示されているパスのほうを信頼したくなるのが人情というわけかもしれない。

米国の利上げは今年 3 回から 4 回にペースが速まったというが、それは市場にとってはどうでもいい。市場

は年 4 回と織り込んでいたし、そもそも FRB のドットチャートにしたって、ひとつドットが上方修正され 7 対 8 で 3 回だった前回から、8 対 7 で中央値が上がって年 4 回となっただけのことだ。

それよりポイントは来年の 3 回。FF 金利の予想値は 3.1% と FED が見ている中立金利 2.9% を越えてくる。明らかに来年は引き締めモードになる。問題はそれをいつまで続けられるかだ。今はトランプ政権の財政拡張策で景気の過熱感があるがいずれ薄れてくるだろう。秋の中間選挙で民主党が盛り返せばなおさらトランプ政権のばらまき政策もしにくくなる。来年 3 回の利上げができるかすらわからないが、仮に来年 3 回の利上げをおこなうとしよう。しかし、そこで打ち止めだろう。一応、2020 年は 1 回の見通しになっているが、中立金利を超える水準の政策金利をそこまで維持できるだろうか。ましてや 2020 年はトランプ氏にとって再選がかかる大統領選の年だ。景気が下降に向かうなかでの選挙戦は避けたい政権からの意向も強まるだろう。そうなると、現在絶好調の景気を背景に金融政策正常化では米国の独走が際立つが、それも早くも終わりが見えてきたということだ。

今は「金融政策正常化」と言える。しかし、中立金利を越えてくる来年は「金融引き締め」であり、その先にあるのは景気減速であり（景気後退にまでは至らないと思うが）それが大統領選の年にぶつかることを考えれば、利上げは 2019 年で打ち止めになる公算が高い。

つまり ECB が利上げに踏み切ろうという時には米国は利上げの終焉が見えだすという構図だ。今度はユーロの独歩高になるだろう。それが見えているだけに ECB は躊躇するだろう。果たして ECB は来年夏に利上げできるだろうか。少しずつ詰めれば秋になる（夏の次は秋だから当たり前だが）。2019 年 10 月末はドラギ総裁の任期切れのタイミングだ。中央銀行総裁として金融政策正常化の道筋をつけて後進に道を譲るとするのは誰もが思い描くシナリオだが…。諸々考えると、2019 年に ECB の利上げはない可能性がある。足元のユーロの急落はそこまで読んでのユーロ売りなら、市場はやっぱり先読みで動くということになる。

書き忘れた。このスペシャルウィークの中で、日銀だけが動きなし、というよりは、動けない。置いてけぼりが鮮明で、もっと円安が進んでも良さそうだと考えるのが普通だ。

しかし、もし市場が米国利上げの打ち止めまで見始めてるとしたら？それも足かせとなって ECB の利上げも遠くなるとしたら？

こういう時、市場には、もっと短期志向でいて欲しいと願うのは身勝手というものか。

ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会