

みずほマーケット・トピック(2014年2月6日)

## 「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～

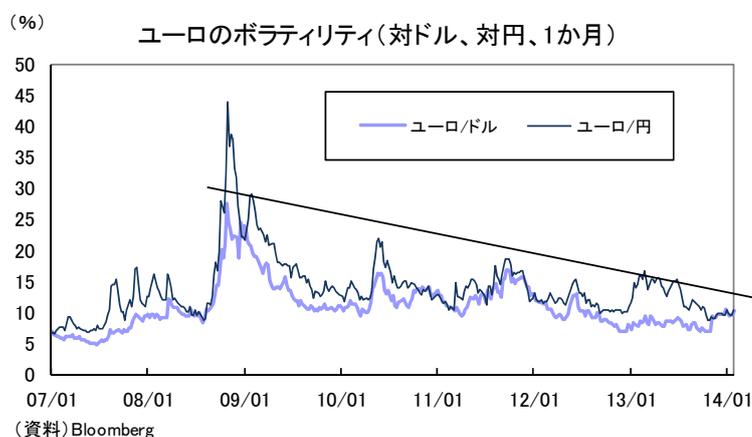
対ドルでも、対円でもユーロのボラティリティは金融危機後で最低水準に留まっており、新興国混乱の最中でも平静が保たれている。リスク回避ムードが強まる局面で大きく売られるかつてのユーロは徐々に変わりつつあるのだろうか。「世界最大規模の経常黒字」と「上がらない物価」は「円の後継者」として重要な資格であり、ユーロの場合は、共通通貨圏特有の「資本流出への防波堤」も備わっている。本日の本欄ではこの防波堤の機能を簡単に解説してみたい。最終的にドイツという「鉄壁」がある以上、ユーロ圏外への資本純流出が継続するのは至難の業。そうした構造的な頑強さ(防波堤)に加えて、経常黒字の積み上げや物価の低下も続くのであれば、「リスク回避のユーロ買い」が根付く日は遠くないのかもしれない。逃避通貨としてのユーロを考える。

～「リスク回避のユーロ買い」の芽生え? : 「円の後継者」として～

かつてユーロと言えば、市場のリスク許容度が改善し、株式や新興・資源国通貨など、期待収益率が高そうな資産が買われるような状況で上昇する通貨だった。逆に、国際金融市場が動揺するような局面では激しい動揺と共に売られることが多く、特に2009～2011年では根強い円高地合いも相俟って、ユーロ/円の値動きは極めて激しいものが続いた。

しかし、今年1月下旬以降の新興国市場の混乱を受けてもユーロ相場が大きく値を下げるような展開にはなっていない(そうかと言って買われているわけでもないが)。対ドルでも、対円でもユーロのボラティリティは金融危機後で最低水準に留まっており、平静が保たれている(図)。もちろん、今でも国際金融市場の緊張が高まる場面では選ばれるのは円やスイスフランであり、ユーロが完全に逃避通貨に成り替わったわけではない。しかしながら、「世界最大規模の経常黒字」と「上がらない物価」は「円の後継者」として重要な資格であり、ユーロの場合は、後述するような共通通貨圏特有の「資本流出への防波堤」も備わっている。そうした諸条件を踏まえると、ユーロは逃避通貨としての資質が徐々に備わりつつあるように思えてくる。逃避通貨としてのユーロに関し、考察を深めることが、今後の為替取引戦略において重要になってくる可能性は低くないだろう。

経常黒字と上がらない物価に関しては「ユーロの円化説」に沿って繰り返し主張している論点であるため、本日の本欄では共通通貨圏特有の「資本流出への防波堤」の機能を解説してみたい。



～欧州債務危機は「コップの中の嵐」だったのか？～

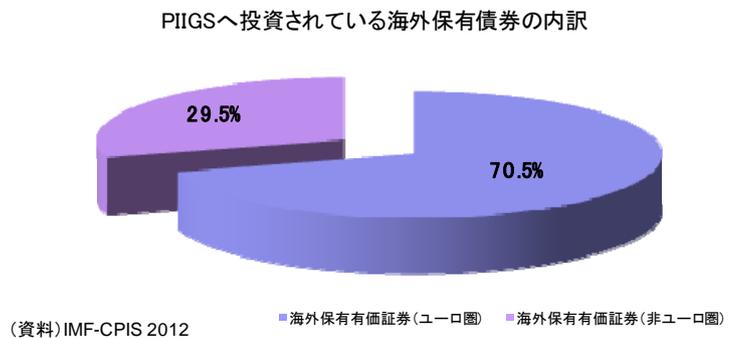
欧州債務危機を巡って混乱が続いた2009～2011年において、南欧を中心とする国債市場は大荒れとなり、長期金利の急騰が問題となった。そうした状況下でユーロ相場も確かに大きな下げを経験したが、パリティや史上最安値(0.8230、2000年10月26日、ブルームバーグ参照)といった市場参加者が期待するほどの水準までは落ちなかった。加盟国の脱退や通貨圏の崩壊が叫ばれながらも、結局は購買力平価(PPP)である1.20付近を割り込む場面は殆どなく、現在に至っている。

ユーロが意外な底堅さを示した理由は様々あるだろうが、やはり共通通貨圏特有の「資本流出への防波堤」が存在したことの影響は大きいと筆者は考える。重債務国の金利急騰(国債価格急落)が続く状況でユーロが下落しなかったということは、南欧債の売却とユーロの売却が同一ではなかったという可能性を示唆している。この可能性は十分説明がつく。危機の最中ではギリシャ国債やスペイン国債を売却してドイツ国債へ戻す動きなどが盛り上がったが、それはギリシャやスペインから見れば海外投資家のキャピタルフライト(資本逃避)に映っても、為替市場から見れば単なる域内資本移動である。そう考えれば、為替(ユーロ)相場への影響が限定されたことも頷ける。例えるならば、北海道債を手放して東京都債を買っても円相場には何の影響も無いのと同様である。

要するに、この意味で欧州債務危機とはユーロ相場にとって「コップの中の嵐」だったのかもしれない。コップ(ユーロ圏)から水(ユーロ)が漏れ出てしまう事態は、ドイツという鉄壁が瓦解した時であり、その時は確かにパリティや史上最安値(対ドルで0.8230、対円で88.96円、ブルームバーグ算出値)といった水準が視野に入ってくるだろう。しかし、国際金融市場に衝撃を与えた2009～2011年の欧州債務危機をもってしても鉄壁を壊すには至らなかった。

～日本国債に似る保有構造～

上記のような考え方を裏付けるデータはある。IMFが年次で公表する『証券投資残高共同調査(Coordinated Portfolio Investment Survey、CPIS)』を元に試算すると、PIIGS 5か国の国債のうち海外保有債券としてカウントされるものの約70%がユーロ域内で保有されている(例えば、フランス居住者がギリシャ国債を保有していれば、それはギリシャに



とって海外保有債券だが、ユーロ域内から流出しているわけではない)。円が逃避通貨と呼ばれる理由の1つとして、日本国債の約90%が内国債であることが挙げられるが、投げ売りリスクの高そうな重債務国の国債の約70%が域内債という点は「下がる円」の特徴に通じるものがある。こうしたデータは債券市場の混乱に乗じてユーロ相場がそれほど下がらなかったことと一応辻褄が合う。

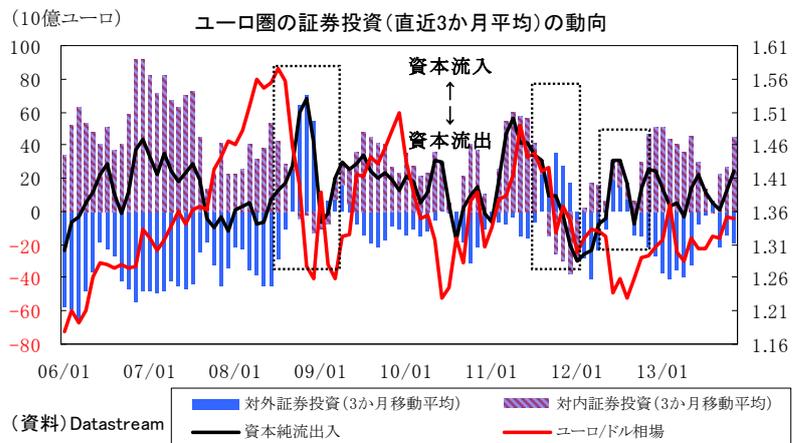
通常、債務危機に晒されるような国の国債が国内消化に依存することは無い(そういった国は経常赤字であり、国内経済部門では貯蓄不足が常態化しているはずである)。だが、共通通貨圏という特殊な構造により、為替リスクゼロで国境を越えた資本移動が可能になっているため、域内の資本が相対的に高金利で尚且つ地理的にも近い南欧債へ流れ易い事情が推測される。南欧債が売

却されるにしても、その実態が単なる域内資本移動だとすれば、為替市場に影響を与える筋合いは無い。南欧諸国からすれば、共通通貨圏に所属し、為替リスクをゼロにしているからこそ域内からの資本を惹き付けることができたわけで、結果的にそのことが危機時のユーロ相場をショックから保護する防波堤として機能したものと考えられる。

～域外へ流出しない構造～

また、月次で公表されるユーロ圏の国際収支統計からも防波堤の機能を見て取ることができる。具体的には、資本収支における対内・対外証券投資をネットアウトした資本フローがほぼ常に純流入となっていることは共通通貨圏特有の強みが発揮されている、言い方を換えれば、防波堤が機能している好例ではないかと思われる。

右図はユーロ圏の対内・対外証券投資及び両者をネットアウトした資本純流出入、そしてユーロ/ドルの動きを示したものである。金融危機以降のユーロ/ドルの動きは、概ね資本純流出入の動きと平仄が合ってきた印象が強い。指摘できる事実としては、①対内証券投資が常時、高い水準で純流入していること、②対内証券投資が細る「悲観の極み」とも言える時期でも対外証券投資が処分超になり、レパトリ主導で純流入が保たれてきたこと(図中、点線四角部分)がある。結果、ユーロ圏に係る証券投資フローが純流出となったのは2007年以降でも稀であり、イタリアに焦点が当たった2011年11月からスペインの金融支援要請やギリシャ債務の民間債権者負担(PSI)そしてギリシャ総選挙や同国のユーロ離脱が取沙汰された2012年5月頃までの約半年間くらいである(その期間のユーロ/ドルは確かに1.20付近まで下落した)。それ以外の期間では対内証券投資の買い越しもしくは対外証券投資の売り越しという動きを介して資本純流入が確保されてきた。



それぞれの背景を考えてみると、①は、不況時で南欧が忌避されたとしても、ドイツのようなコア国に投資が集まりやすいという共通通貨圏の強みが発揮されたものと推測される。仮に、ユーロ圏がPIIGSだけで構成されていた場合、2009～2011年の対内証券投資はもっと細っていたはずである。②についてはドイツやフランスなどのコア国を本籍とする大手金融機関が域外へ多くの資産を保有しており、それが不況時に処分される動きを表しているようである。①、②のいずれの動きにしても、ドイツを筆頭とするコア国が周縁国由来のユーロ売りに対する防波堤として機能したと考えられる。

～「リスク回避のユーロ買い」が根付く日～

要するに、危機発生時においても、最終的にはドイツという鉄壁があり、そこに至るまでにフランスやベネルクス三国といったドイツに準ずる壁が存在する以上、ユーロ圏外への資本純流出が継続するのは至難の業に思え、この点、共通通貨圏特有の防波堤の存在を意識せざるを得ない。今後、

そのような構造的な頑強さ(防波堤)に加えて、経常黒字の積み上げや物価の低下も続くのであれば、為替市場において「リスク回避のユーロ買い」が根付く日は遠くないのかもしれない。

以 上

国際為替部  
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](mailto: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。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出目は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安一輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見直しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待」に働きかける「局面」を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新開国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～