

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 21 日)

円キャリー取引を巡る環境について

ドル/円相場のボラティリティ低下に目をつけて、円キャリー取引復調の可能性を問われることが増えている。ドル/円のインプライドボラティリティ(1 か月)は遂に 7%を割り込んでおり、足許の膠着感強い。リスクであるボラティリティの低下によって、ドル/円のリスク調整後リターンは徐々に改善しており、キャリー取引復調の芽は確かに感じさせる。だが、その他の通貨ペア対比で突出しているというわけでもなく、一段の加速を見込むほどの投資条件が揃っているとまではまだ言えない。なお、内外の円キャリー取引の原資となってきた疑いの強い在日外銀の本支店勘定を見る限り、円の先安観に賭ける向きが「安い円」を原資として投資を進める向きは確かにありそう。あとは FOMC で利上げ議論が本格化するのを待つばかりという印象だが、ここからの道のりが長そう。

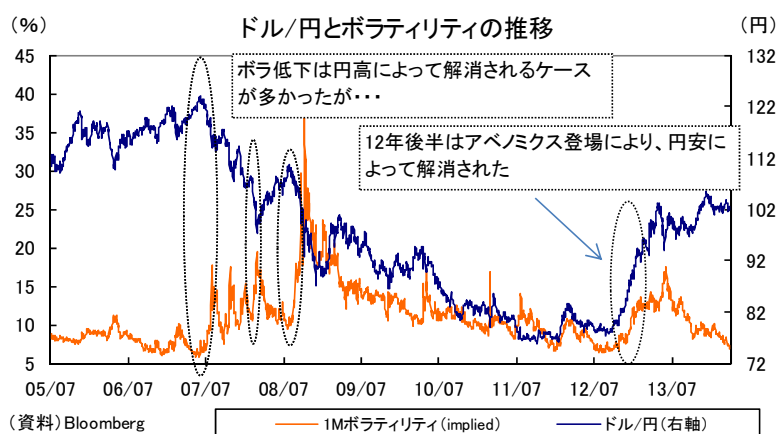
～都区部 4 月 CPI が円高の契機となるか～

欧米市場がイースター休暇で休場となる中であって、ドル/円相場は動意に乏しい値動きが続いている。今週は 25 日(金)の東京都都区部 4 月消費者物価指数(CPI)がどの程度強含むかという点を除いては見どころに乏しく、102 円台を主戦場とする時間帯が続きそうである。都区部 4 月 CPI の強含みは緩和観測の後退を招き、ドル/円のダウンサイドリスクを拡げる材料と見る向きが多い。

～ドル/円は「嵐の前の静けさ」?～

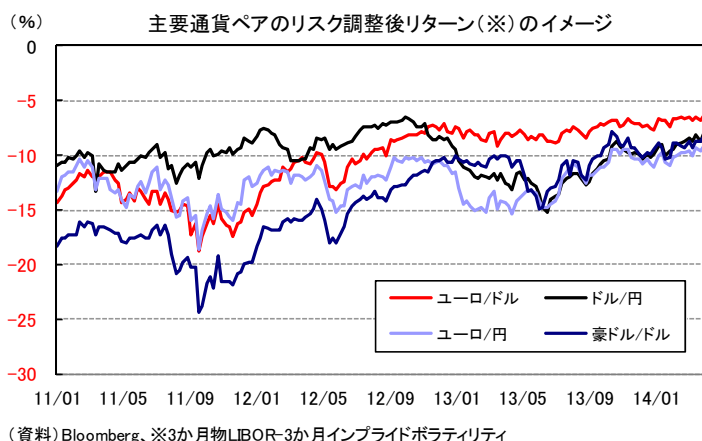
ところでドル/円相場のボラティリティ低下に目をつけて、円キャリー取引復調の可能性を問われることが増えている。先週末時点でドル/円相場のインプライドボラティリティ(1 か月)は遂に 7%を割り込んでおり、足許の膠着感強い。図示されるように、この水準まで落ち込んでくると、経験則に照らせば大きな相場変動(特に円高方向への変動)が起こる予兆を感じさせる。例年、

「Sell in May」のアノマリーの下で、ゴールデンウィーク以降の円高地合いが警戒され易いことを踏まえると、現状の膠着感が円高により解消される可能性は意識せざるを得ない。目先トリガーになりそうなものと言えば、今週 25 日(金)の 4 月東京都都区部消費者物価指数が強含みとなり、これを受けて緩和観測が後退、30 日(水)の日銀政策決定会合で実際に現状維持が決定され、これにより円高・株安が進行する展開などが考えられる。いずれにせよ、低位で張り付いているボラティリティを「嵐の前の静けさ」と考える市場参加者は少なくない。



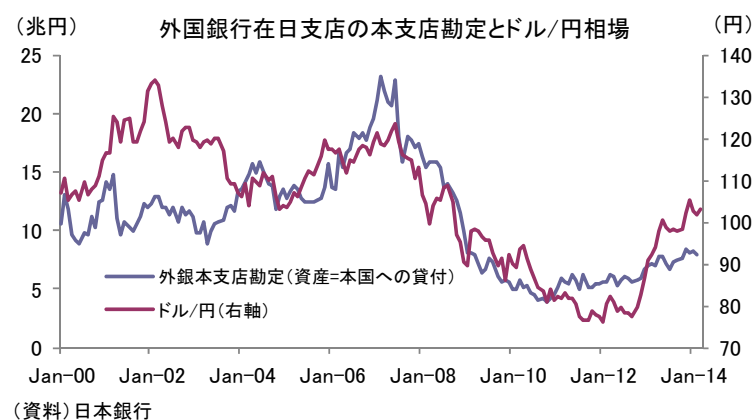
～リスク調整後リターンは改善中も、ユーロ/ドルには見劣り～

確かにリスクであるボラティリティの低下はキャリー取引を後押しする動きであり、これが続くと仮定すれば、その動きが盛り上がってくる可能性はある。では、肝心要のリスク調整後リターンはどのような状況だろうか。結論から言えば、リスク/リターン対比でドル/円の魅力が上がっていることは確かだが、その他の通貨ペア対比で突出しているというわけでもない。図は4つの通貨ペア(ドル/円、ユーロ/ドル、ユーロ/円、豪ドル/円)に関して、リスク調整後リターン(3 か月物 LIBOR-3 か月物インプライドボラティリティ)を比較したものだが、依然としてユーロ/ドルの優位性が目に付く状況にあって、足許のユーロ相場の底堅さを裏付けている。ドル/円のリスク調整後リターンは確かに改善が見られており、円キャリー取引復調の芽は確かに感じさせるものの、一段の加速を見込むほどの投資条件が揃っているわけではない。



～外銀本支店勘定は増勢を維持～

また、円キャリー取引復調の芽を感じさせる材料としては外国銀行在日支店の本支店勘定(資産＝本国への貸付)が増加基調にあることが挙げられる。本欄でも幾度か言及してきたように、外銀の本支店勘定は内外の円キャリー取引の原資となってきた疑いが強く、実際のドル/円相場とも相関が強い(図)。図示されるように外銀本支店勘定は2010年末頃にボトムアウトし、昨年11月には8兆



3437 億円と2008年12月以来5年ぶりの高水準を記録し、その後も高水準にある。円の先安観に賭ける向きが、「安い円」を原資として投資を進める向きが徐々に始めている証左だろう。先のリスク調整後リターンの改善傾向を踏まえれば、円キャリー取引の萌芽は確かに感じる部分があり、あとはFOMCで利上げ議論が本格化するのを待つばかりだが、その道のりこそが長そうである。

以 上

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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに預いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
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	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株相場について～
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～GPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は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→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～ブ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	「アスメン」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	バイ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通し～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カーブ効果を詰める時なのか?