

みずほマーケット・トピック(2014年4月25日)

週末版

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック:南欧債の金利低下をもたらす3つの要因~国債管理体制に組み込まれるユーロシステム~

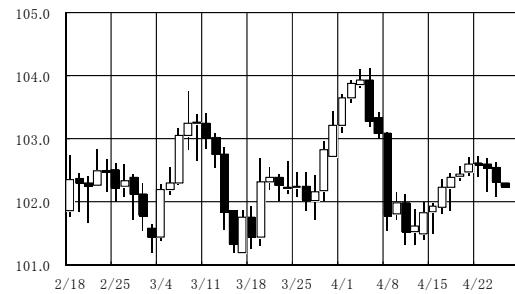
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落する展開。週初21日に102円台半ばでオープンしたドル/円は、市場予想を大幅に上回った本邦3月貿易収支赤字が円売り材料視され、102円台後半に上昇。イースター休暇で欧州市場が閑散となる中、ドル/円は海外時間も底堅く推移した。22日も前日の流れを引き継ぎ、ドル/円は堅調なスタート。東京時間午前中に一時週高値となる102.73円まで上昇したが、その後は日経平均株価の続落を背景に102円台半ばまで押し戻された。23日には、中国4月HSBC製造業PMI(速報値)が引き続き50を下回ったことや米3月新築住宅販売の8か月ぶりの低水準を嫌気すると、ドル/円は102円台前半まで下落。24日には、米3月耐久財受注の良好な結果を受けたドル買いで一時大きく上昇する場面も見られたが、ロシアがウクライナとの国境地帯で軍事演習を始めたとの報道にリスク回避姿勢が強まる中、ドル/円は週安値となる102.09円まで下落した。本日にかけてはやや値を戻すものの、前日の流れを引き継ぐ流れで、ドル/円は102円台前半で上値重く推移している。
- 今週のユーロ/ドル相場はじり高推移となった。週初21日に1.38台前半でオープンしたユーロ/ドルは、欧州市場が引き続きイースター休暇で閑散となる中、動意に乏しく、ドル買いが優勢となると1.37台後半まで下落。22日にかけてもドル買い地合いが継続する中で、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.3785をつけた。しかし23日は、ユーロ圏4月製造業/サービス業PMI(速報値)の市場予想を上回る結果にユーロ買いが強まり、ユーロ/ドルは一時週高値となる1.3855まで上昇。翌24日は、ドラギECB総裁が講演で、追加の金融緩和に踏み切る用意があるとの考えを示したことから、一旦ユーロ売りが強まるも、その後ウクライナ情勢を巡る懸念が拡がりリスク回避姿勢が強まると、ユーロ/ドルは1.38台前半で底堅く推移。本日にかけても同水準での値動きで、ユーロ/ドルは1.38台前半で底堅い推移が継続している。

今週のおもな金融市場動向

	前週末	今週			
		4/18(Fri)	4/21(Mon)	4/22(Tue)	4/23(Wed)
ドル/円	東京9:00	102.46	102.57	102.69	102.63
	High	102.57	102.71	102.73	102.70
	Low	102.33	102.40	102.41	102.17
	NY 17:00	102.45	102.60	102.61	102.55
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3812	1.3814	1.3792	1.3807
	High	1.3822	1.3830	1.3825	1.3855
	Low	1.3808	1.3787	1.3785	1.3798
	NY 17:00	1.3808	1.3794	1.3805	1.3817
ユーロ/円	東京9:00	141.53	141.66	141.64	141.72
	High	141.64	141.83	141.77	142.00
	Low	141.38	141.42	141.22	141.18
	NY 17:00	141.46	141.52	141.67	141.65
日経平均株価		14,516.27	14,512.38	14,388.77	14,546.27
TOPIX		1,173.37	1,171.40	1,162.50	1,173.81
NYダウ工業株30種平均		-	16,449.25	16,514.37	16,501.65
NASDAQ		-	4,121.55	4,161.46	4,126.97
日本10年債	0.60%	0.61%	0.61%	0.62%	0.62%
米国10年債	-	2.72%	2.71%	2.70%	2.68%
原油価格(WTI)	-	104.37	101.75	101.44	101.94
金(NY)	-	1,288.50	1,281.10	1,284.60	1,290.60

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- ・来週の米国では30日(水)に1~3月期GDP1次速報、FOMC、5月1日(木)に4月ISM製造業景況指数、2日(金)に4月雇用統計と極めて重要な経済指標、イベントが目白押しとなっている。1~3月期GDPは、同時期に米国を襲った歴史的な寒波の影響により昨年10~12月期の前期比年率2.6%増から同1.0%増への鈍化が見込まれている。寒波は個人消費を中心に、民間設備投資や住宅投資といった内需を大きく下押ししたと見られる。FOMCでは、資産買い入れプログラムの100億ドルの縮小(米国債50億ドル、MBS50億ドル)が決定されるだろう。なお、今回は経済見通しや記者会見の予定もないため、市場への影響は限定的となると思われる。4月ISM製造業景況指数は3月の53.7から横ばい乃至は小幅上昇を想定しておきたい。これまでに地区連銀の4月製造業景況指数はまちまちの結果となったが、同じ全米ベースの4月Markit製造業PMIは55.4と3月の55.5からほぼ横ばいだった。注目の4月雇用統計だが、本稿執筆時点の市場予想中心地は、非農業部門雇用者数増減が前月比20.4万人増(3月は同19.2万人増)、失業率が6.6%(3月は6.7%)となっている。7年ぶりの低水準を記録している新規失業保険申請件数や好調な消費者マインドは、米国労働市場が4月に入り勢いを増している可能性を示唆している。これらを考慮すると、4月雇用統計は少なくとも前月から横ばい、リスクはアップサイドを見ておきたい。
- ・本邦では30日に日銀金融政策決定会合が開催されるが、今回も現状維持となりそうだ。本日発表された東京都区部4月コア消費者物価指数(CPI)は前年比2.7%上昇となり、消費税押し上げ分(1.7ポイント)を除けば、3月の同1.0%上昇から横這いというイメージになった。量的・質的緩和(QQE)の効果は順当に発揮されているという理解の下、今回を含め当面の現状維持に自信を見せるだろう。なお、今回は展望レポートが公表される。24日付産経新聞によれば、今回の展望レポートでは13年度、14年度の成長率見通しをそれぞれ2.7%から2%台前半へ、1.4%から1%台前半に下方修正する模様。年初からの輸出の下振れを考えれば違和感はなく、これをもって市場が動搖することはないだろう。なお、今回新たに発表される2016年度の物価上昇率見通しは2.0%程度となる見込み。
- ・欧州では29日(火)の英国1~3月期GDP速報、30日(水)のユーロ圏4月消費者物価指数(HICP)が注目となる。後者は前年比1%上昇付近まで加速すると予想する。3月は前年比0.5%上昇と、2月の同0.8%上昇から更なる減速を見せたが、これは今年のイースター休暇が昨年よりも遅いことによるベース効果の影響によるものと考えられ、4月は逆に高めに出る可能性が高い。但し、基調を判断するには翌月以降の数字を待つ必要があり、今回の結果により市場の追加緩和期待が大きく変化することはないだろう。

	本邦	海外
4月25日(金)	-----	・米4月ミシガン大学消費者マインド指数(確報)
28日(月)	・3月商業販売統計	-----
29日(火)	休 場(みどりの日)	・米FOMC(～30日) ・米2月S&P/ケース・シラー住宅価格 ・米4月消費者信頼感指数
30日(水)	・3月鉱工業生産(速報) ・3月新設住宅着工 ・日銀金融政策決定会合・展望レポート	・米4月ADP雇用統計 ・米4月シカゴ購買部協会景気指数 ・米1~3月期GDP(事前推定値)
5月1日(木)	・4月自動車販売台数	・米3月個人所得・消費 ・米4月ISM製造業景気指数
2日(金)	・3月労働力調査 ・3月家計調査 ・4月マネタリーベース	・米4月雇用統計 ・米3月製造業新規受注

【当面の主要行事日程(2014年5月～)】

ユーロ圏財務相会合/EU・経済財務相理事会(5月5～6日、ルクセンブルク)
 欧州中銀理事会(5月8日、6月5日、7月3日)
 日銀金融政策決定会合(5月20～21日、6月12～13日、7月14～15日)
 欧州議会選挙(5月22～25日)
 米FOMC(6月17～18日、7月29～30日、9月16～17日)

3. 南欧債の金利低下をもたらす 3 つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～

都区部コア CPI は含意なし

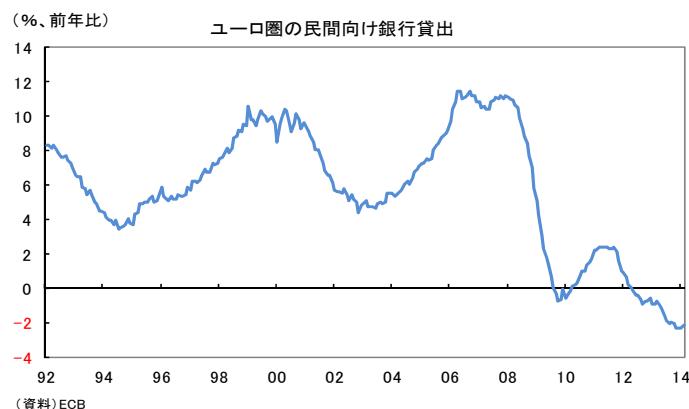
今朝方発表された東京都区部 4 月コア消費者物価指数(CPI)は前年比 2.7%上昇となり、消費税押し上げ分(1.7 ポイント)を除けば、3 月の同 1.0%上昇から横這いというイメージになった。市場予想の中心(同 2.8%上昇)からやや下振れたものの、この程度の仕上がりならば量的・質的緩和(QQE)の効果が想定通り発揮されているとの理解の下、現状維持が肯定されるだろう。これを受けたドル/円相場もほぼ動いていない。

南欧債の金利低下をもたらす 3 つの要因

ところで一昨日にはポルトガルが 10 年債入札を約 3 年ぶりに再開するという出来事があった。アイルランドに次ぐ国際金融支援プログラムからの卒業(2014 年 5 月予定)を期待させる動きである。この 2 国に限らず、最近の南欧債金利の低下には目覚ましいものがあり、僅か 2 年前に PSI(民間債権者負担)を敢行したギリシャ 10 年債ですら 6% 割れが目前である(ちなみに 2 年前は 20% 超だった)。この動きの背景を問われることが多くなっているので、簡単に論点を整理してみたい。南欧債金利が低下している要因としては、雑駁に分ければ、①実体経済要因、②規制要因、③外部環境要因の 3 つが指摘できるのではないかと思われる。

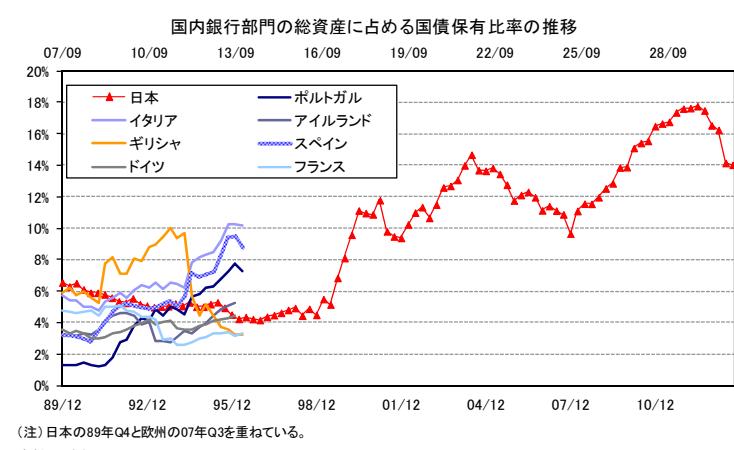
厳しい借入需要の裏返し～①実体経済要因～

まず、①実体経済要因だが、これは日本人からすれば体感的に理解し易いだろう。2014 年 2 月時点では、ユーロ圏の民間向け(家計・企業向け)貸出は 22 か月連続で前年実績を割り込んでいる(図)。貸出鈍化は全ての日本化現象の起点であることは本欄で何度も述べているが、最近見られている南欧債の金利低下とも無関係ではない。実体経済における借入需要が存在しない中で、貸出は伸びようがない。とすれば、銀行はどこで運用するか。日本の経験に照らせば自国の国債だろう。南欧を含めユーロ圏各国には「国債しか買うものがない」という厳しい実体経済情勢があり、消去法的に国債が需要されているという側面があると思われる。



厳しい貸出供給能力への縛り～②規制要因～

次に、②規制要因である。2019 年までにバーゼル III への完全対応が求められるに伴いリスクウェイトゼロの自国通貨建て自国国債への需要が高まっていたところに、ユーロ圏では昨年から足許にかけて資産査定(AQR:Asset Quality Review)そして年央以降にはストレステストが控えており、リスクを取り難い環境にある。AQRにおける資本の定義はバーゼル III と等しいが、求められるベンチマークは CET1(普通株式等 Tier1 比率)で「8%」となっており、バーゼル III の「7%」よりも厳しい。①が借入需要を縛る要因だとすれば、②は貸出供給を縛る要因と言える。なお、①・②の結果として、ユーロ圏の各國銀行部門の総資産に占める政府債務の割合



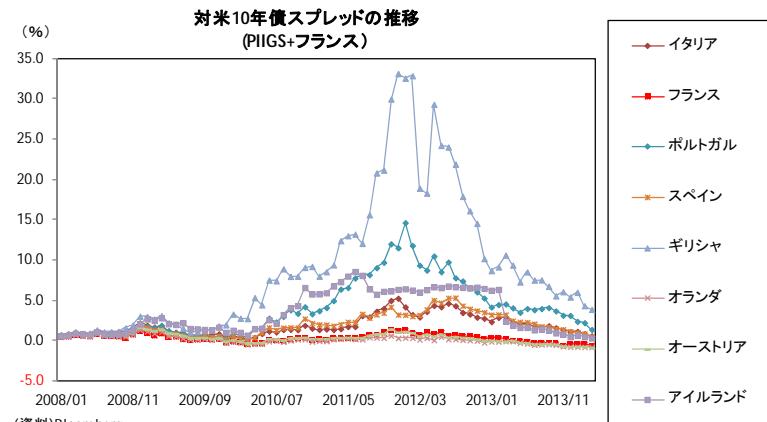
は徐々に伸びている。これは 1997 年以降、日本の銀行部門で起きていた現象と重なる部分がある(図)。

以上のような①や②の背景は当然 ECB においても把握していると思われるが、AQR やストレステストに伴うユーロ圏金融システム(ユーロシステム)の健全化という「錦の御旗」の前に「ある程度の貸し済りは致し方なし」というのが本音なのかもしれない。量的緩和(QE)や長期流動性供給(LTRO)によりテコ入れを図る意思は見え隠れするが、ユーロシステムへの潔癖主義を貫く限り、貸し済りとそれに伴う国債運用偏重の状況は変わらないだろう。

イールドハンティングの流れの中で～③外部環境要因～

次に、③外部環境要因は世界的な低金利傾向が続く状況下で、立ち上がりつつある南欧国債がイールドハンティングの対象と見なされた可能性である。2013年4～6月期以降は長きに亘るリセッションから脱却し、ユーロ圏経済のあく抜け感を指摘する声が増えている。実際、2013年3月のキプロス危機を最後にパニック的な混乱は見られておらず、そうした芽も見て取ることもできない。通貨圏の崩壊まで見越して売られ過ぎていた部分が過去1年に亘って再評価され、復元されているとの考え方はある程度妥当だろう。しかしながら、図示されるように米国債とのスプレッドなどは目に見えて縮小しており、これから先、ユーロ圏域外から南欧債への投資妙味は徐々に薄れていくのではないかと思われる。

とはいっても、③が退潮気味になっても①や②は残存することになり、ユーロシステムは徐々にユーロ圏各国の国債管理体制に組み込まれていく流れは大きく変わらないだろう。国債の盤石な域内消化構造と低位安定する金利を手に入れた通貨ユーロは安全資産としての円の地位に取って代わる資質を備えつつあるように思える。しかし、その根底にある理由は決して嬉しいものではない。



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に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.mizuobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
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躊躇した日本株~
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?~各種指標で見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トジャーナなどについて
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	燃料だけではない「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」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、そして国债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~ヘドギ・ブットの芽生え?~
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