

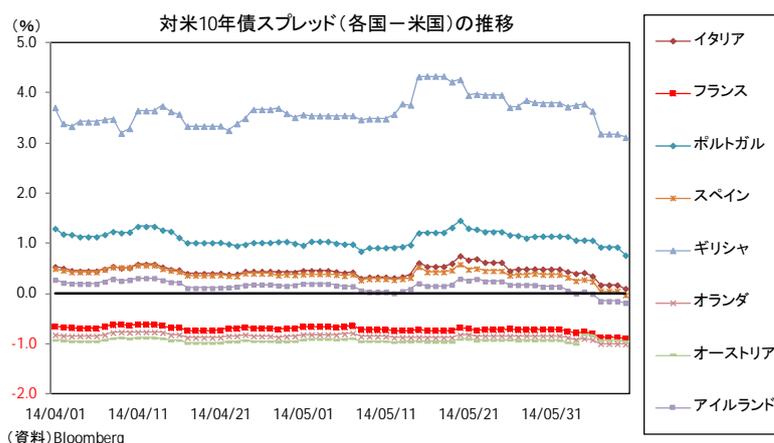
みずほマーケット・トピック(2014年6月10日)

## 進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～

昨日のユーロ債市場では10年金利に関し、スペインが米国を下回るという珍事が発生。スペインだけでなくユーロ圏金利は軒並み低下基調にあり、欧米金利差を意識したユーロ売り・ドル買いのキャリー取引が囂し立てられる相場つきとなっている。中央銀行がQEで国債を買い入れるのも、マイナス金利を使って中銀預金を国債投資へ追いやるのも、「金融政策を使った金利の低め誘導」という点では同じであり、立派な日本化現象。また、キャリー取引観測で下落するのも円化現象の始まりである。かつての円がそうであったように、経常黒字とデysinフレという「真っ当な通貨高要因」を備えるユーロが下落するには、内外金利差の拡大などを背景に、外貨建て資産の期待収益率が高まり、通貨圏内部から自国通貨売り・外貨買いが盛り上がる必要がある。

### ～10年金利でスペインが米国を下回る～

昨日の為替相場ではユーロ相場が急落しており、一時対ドルで1.3582、対円で139.27円をつけている。主たる理由として挙げられているのは欧米金利差の拡大であり、マイナス金利導入を契機にユーロ債への需要が逼迫し、各国金利が低下したことが背景にある。特に、10年金利に関し、スペインが米国を下回るといふ珍事(?)まで発生している。要するに、ユーロを調達通貨とするキャリー取引を当て込んだ相場つきとなっており、米国で良好な経済指標が続く限りにおいて、こうした状況は継続しそうだ。

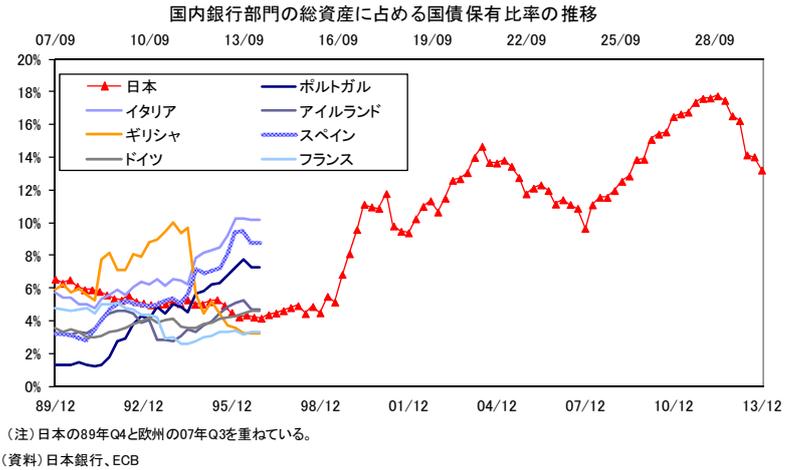


なお、昨日はクーレ ECB 理事が「非常に長い期間、数年にわたってユーロ圏の金融情勢が米国、英国と異なることは明らかだ」、「われわれは極めて長期間、金利をゼロ近くに維持する。米英は利上げ局面に入るだろう。それは市場参加者にとって決定的な要素だ(共に、10日のブルームバーグ)」などと述べており、あたかもキャリー取引を推奨する様な発言を行っている。

### ～「珍事」と割り切って良いものか?～

しかし、スペイン債の利回りが米国債のそれを下回ったことを「珍事」と割り切って、いずれは戻ると考えることには慎重でありたい。むしろ、こうしたユーロ債市場の動きはユーロ圏の日本化現象がいよいよ本格化していることの兆候ではないだろうか。上述のように、中銀高官がわざわざ「極めて長期間、金利をゼロ近くに維持」とまで言い放ってしまうのも、一連の日本化現象に対する降伏宣言

に思えてくる。中央銀行が量的緩和 (QE) の枠組みの中で国債を買い入れるのも、マイナス金利を使って中銀預金を国債投資へ追いやるのも、「金融政策を使った金利の低め誘導」という点では同じである。日本では QE 導入を契機に、元より乏しかった民間の資金需要も相俟って、銀行部門における国債保有比率が高まった。ユーロ圏もマイナス金利という QE とは異なる手段を介して同様の



動きが定着する過程にあるのではないか(図)。これは達観すれば政策当局による人為的な金利の低位安定であり、金融抑圧政策の一環とも考えられる。今後、「期待への働きかけ」を一段と強化すべく、マイナス金利政策から大規模 QE へと軸足を移す可能性はあるが、冴えない民間の資金需要とその裏側としての国債バブル(低金利)という構図が変わることはないと思われる。

### ～キャリー取引観測で下落するのは円化現象の始まり～

為替も同様で、昨夜からのようにキャリー取引観測で下落するのは円化現象の始まりである。円相場が上昇しやすい背景には莫大な経常黒字やデフレ傾向に加え、国債が内国債という引きこもり構造があるとされてきた。今のユーロも莫大な経常黒字やデフレーション傾向が定着しており、ユーロ債の多くは域内で持ち合い構造になっているという現実がある。例えば、脆弱性が意識される PIIGS の債券でも、域内保有が 7 割を占める。こうした通貨が継続的に下落するためには、内外金利差の拡大などによって、外貨建て資産の期待収益率が高まり、通貨圏内部から自国通貨売り・外貨買いが盛り上がる必要がある。

キャリー取引はそうした機運が高まっていることの予兆であるものの、金融危機後の約 6 年を振り返って見れば、円キャリー取引が嘯し立てられる場面が何度もありながらも、結局は根付かなかった。それは米経済の足取りが重く、必然的に米金利の上昇も盛り上がらなかったという面が大きい。その意味で、既に tapering の着手が始まり、雇用を筆頭として米国経済の回復が始まっていることを踏まえると、今の ECB は運に恵まれた局面に差し掛かっているように思われる。ただ、キャリー取引はあくまで投機的な動きであり、経常黒字とデフレーションという「真っ当な通貨高要因」の前にいずれは巻き戻される運命にあるというのも、「円の歴史」から学べる教訓である。

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](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.mizuhobank.co.jp/forex/esson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらざる
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(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～)
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躓いた日本株～
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、そして国債ウエ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円台と総合的な実質レート及び物価などを考える