

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 11 日)

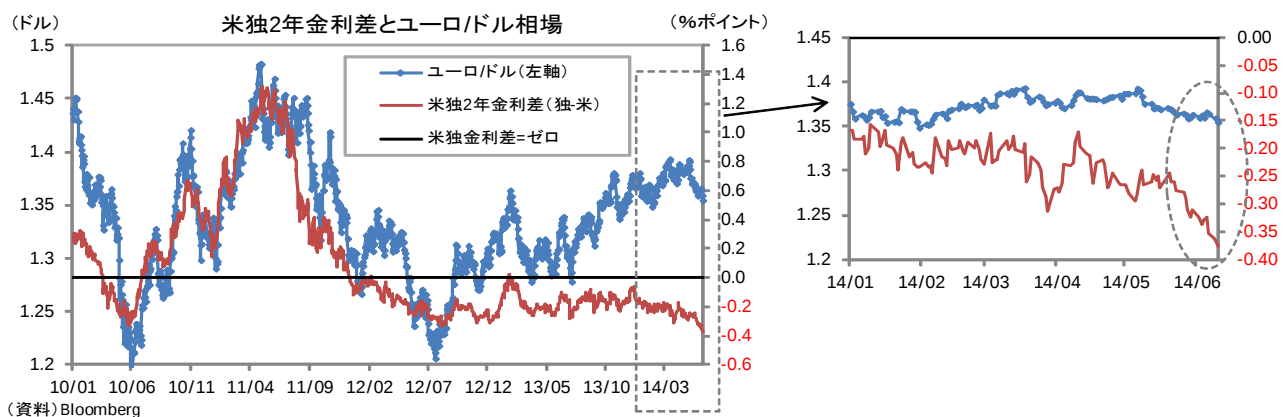
第二次ユーロフォリア？

ユーロ圏主要国の金利が軒並み低下する中、ユーロ債への投資妙味は殆どなくなりつつあるのが現状。そうした状況下、FRB が出口への距離感を詰めれば、米金利上昇と共にドルへ戻ろうとする流れが強まるのは自然。なお、ユーロ圏の金利が揃って低下する現象は危機前にも見られたものだが、当時については「ユーロフォリア(ユーロへの陶醉)であり、異常だった」と結論付けられることが一般的。仮に日本と同様に、冴えない内需を背景に金利が低下しているのだとしたら、現状のユーロ圏の金利低下は一過性のものではない可能性も。この点、ユーロ債市場には第二次ユーロフォリアが訪れていると言えるが、それは日本国債が慢性的なバブル状況と揶揄されていた歴史と重なる。ユーロ相場については 2005～2007 年の円相場の経験を参考にしたい。

～欧米金利差拡大は ECB にとって最良のシナリオ～

昨日の為替相場もユーロが続落している。引き続き ECB のマイナス金利導入に伴う欧米金利差拡大に着目する向きが多く、ユーロ売りが優勢となる中、ユーロ/ドルは一時 1.3534 と先週 5 日(木)の ECB 理事会直後につけた安値(1.3503)に肉薄している。また、昨日はブラード・セントレイス連銀総裁が FRB の早期利上げを示唆する発言を行ったことも欧米金利差拡大の追い風となった。昨日の本欄でも述べたように、こうして FRB が出口へ向かうことでドル建て資産の期待収益率が高まることこそが ECB 自身が全く自分の手を汚さずに済む「最良のユーロ安シナリオ」である。FRB の利上げが現実味を帯びるほど、ユーロ/ドルの上値は重くなるはずで、あわよくば今後待ち受ける量的緩和(QE)をうやむやにしたいというのが ECB の本音だろう。

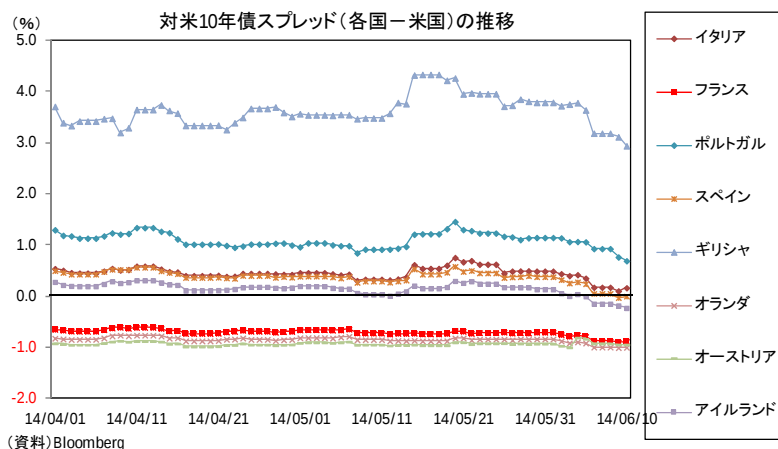
～ユーロ債投資の妙味は殆ど消滅～



ユーロ/ドルは米独 2 年金利差(独-米)との相関が高いと言われてきたが、過去 1 年に限って見れば、その関係はほぼ崩れていた。だが、足許では ECB 理事会を境に米独 2 年金利差のマイナス幅

は経験の無い水準まで広がっており、確かにこれを材料にしてユーロ売りが進むことも分からなくはない(前頁図)。むしろ図を見る限りは、直感的にさらなる下落があっても良さそうな印象もあって、目先 1.35 割れ程度までは身構えておきたいところではある。

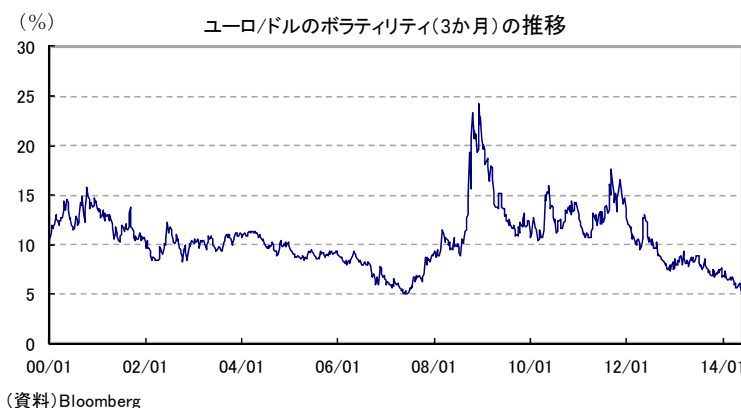
なお、米国とユーロ圏主要国の金利差に関しては、ドイツだけでなく、フランス、オランダ、ベルギー、オーストリア、アイルランドなどでも米国を下回っている(図)。かつての問題児であったスペインまでもが米国を下回っているのは昨日の本欄でも言及した通りである。現状、10 年金利に関し、米国を上回っているユーロ圏主要国はイタリア、ポルトガルそしてギリシャなどであるが、もはやイタリアに関しては米国を逆転するのは時間の問題という印象も受ける。



要するに、域外(米国)から域内へのユーロ債投資をするにしても、妙味が殆どなくなっているのが現状となっており、そうした状況でFRBが出口への距離感を詰めれば、むしろ米金利上昇と共にドルへ戻ろうとする流れが強まっても不思議ではない。

～キャリー取引に必要な2大条件～

また、金利差以外では、足許で急激に低下しているボラティリティも決定的に重要である。キャリー取引が成立する条件は雑駁に言って2つあり、①十分な金利差と②安定したボラティリティが必要と言われる。仮に、FRBが順当に出口戦略を進めていくと仮定すれば条件①は徐々に確固たるものになっていくだろう。ただ、それでも金利差分

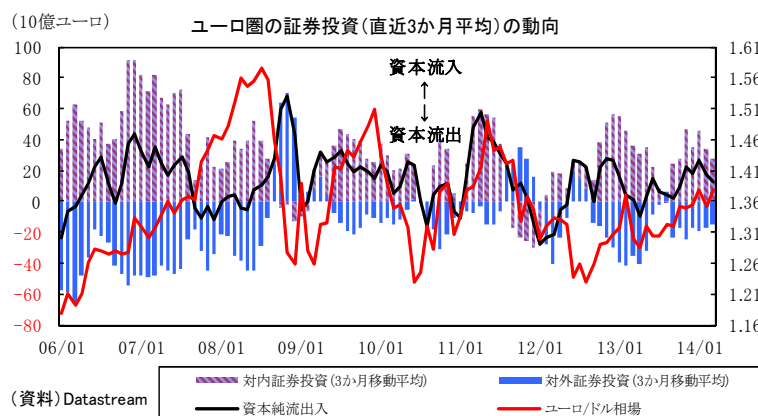


を吹き飛ばしてしまうほどの相場変動が慢性化していれば、キャリー取引はままならない。あくまで調達通貨であるユーロが「安定した相場環境」に置かれていることが必要なのである。この点、足許のユーロ/ドルの3か月物インプライド・ボラティリティは金融バブルが絶頂に達していた2007年半ば頃の水準まで低下しており、②の条件も十二分に満たしていそうである(図)。

～第二次ユーロフォリア?～

それにしても、3年前にソブリン危機で国際金融市場を揺るがしたスペインやイタリアの10年金利が米国のそれにほぼ並び、ボラティリティは金融バブル絶頂時並に低いという現状は真っ当に考えれば異常と形容して良いだろう。このように南欧を含むユーロ圏の周辺国債の金利が軒並み低下し、

ドイツの金利に収斂されるという現象は今回の金融危機以前にも見られていた動きであり、それは今になって「ユーロフォリア(ユーロへの陶醉)」であり、異常だった」と結論付けられることが一般的である。当時は、ユーロに関し「第二の基軸通貨」として囁く論調が流行っており、周辺国債の金利低下の背景には域外から域内への旺盛な対内証券投資の存在も



大きかったと推測される。2009 年以降の欧州債務危機の震度が大きくなったのは、これらのフローが途絶し、逆流したことが効いた面があるのだろう。図はユーロ圏の対内・対外証券投資を示したもののだが、2005～07 年の対内証券投資は趨勢的に見て、足許の 2～4 倍程度の規模感があつた。

しかし、現状のユーロ圏の金利低下が、あくまでマイナスの中銀預金金利を忌避した資本が流れ込んだ結果だとすると話が変わってくる。そうすると金利低下の主因はあくまで域内資本であり、域外資本の影響が疑われる 2005～07 年とは趣が異なる。冴えない内需やそれに対応する金融政策を背景に民間銀行が国債投資に傾倒した結果、金利が下がっているのだとすれば、それは基本的に日本が歩んできた歴史と全く同じである(昨日の本欄でも示したように、現にユーロ圏の各国銀行部門における国債保有比率も日本同様、上昇基調にある)。

そう考えると、現在見られているユーロ圏の金利低下は一過性のもので終わらないかもしれない。この点、確かに、ユーロ債市場には第二次ユーロフォリアが訪れていると言えるかもしれない。だが、それは日本国債が慢性的なバブル状況と揶揄されていた歴史と重なって見える。

～思い返す 2005～2007 年の円相場～

為替市場の観点から思い出すべきは 2005～2007 年の円相場である。当時は非常に低いボラティリティの下、「円だけがゼロ金利。円で調達して、外貨に投資すれば概ね儲かる」という環境で、巨額の円キャリー取引が円相場を基調的に押し下げていた。FRB の利上げが本当に近未来の出来事として予想されるのであれば、安定的に低い域内金利を前提に、ユーロキャリー取引主導でユーロ相場が下がる可能性は確かにある。だが、住宅市場への悪影響を恐れる FRB が早期(例えば 2015 年春)に利上げに踏み切るとは今のところ考え難い。ユーロキャリー取引に基づくユーロ相場下落基調を議論するためには、少なくとも複数回の FRB の利上げを確認することが必要と考えたい。

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6月9日	ECBI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ず～
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躍いた日本株～
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