

みずほマーケット・トピック(2014年8月4日)

ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～

5月以降のユーロ相場下落を捉えて、「経常黒字やデフレーションによる通貨上昇という円化症状が後退しているということか」とのご質問を頂く。だが、5月以降のユーロ相場下落は本欄で想定してきたユーロの円化シナリオと対立するものではなく、両立し得るものである。というよりも、下落をもたらしている主因を考えれば、やはりユーロの円化は進んでいると言える。「円化している」という以上、上昇時の理由(経常黒字やデフレーション)だけではなく、下落時の理由(内外金利差拡大による対外投資拡大)も円と似通ってくる。基調的な円安に「日本人の円売り」が必要だと言われてきたように、基調的なユーロ安には「ユーロ圏居住者からの売り」が必要と考えられる。

～下落サイドの円化症状～

5月以降続くユーロ相場の下落を捉えて、「経常黒字やデフレーションによる通貨上昇という円化症状が後退しているということか」というご質問を頂くことがある。確かに、5月初旬以降、ユーロ相場は一方的に下落しており、「望まぬ通貨高」という状況が改善しつつあるように見受けられる。だが、足許のユーロ相場下落は本欄で想定してきたユーロの円化シナリオと対立するものではなく、両立し得るものである。というよりも、下落をもたらしている主因を考えれば、やはりユーロの円化は進んでいるように思われる。「円化している」という以上、上昇時の理由(経常黒字やデフレーション)だけではなく、当然、下落時の理由も円と似通ってくる筋合いにある。

5月以降、ユーロ相場の弱含みをもたらしている材料は以下の4つかと思われる:①マイナス金利を受けたユーロ圏外への資本流出、②マイナス金利を受けた中央銀行による外貨準備内のユーロ売り、③地政学的リスク(ロシア・ウクライナ問題)を受けたユーロ圏外への資本流出、④欧米金融政策格差を背景とするユーロ売り・ドル買いの加速。各々の真偽は脇に置いたとしても、これらの理由がユーロ売りの口実に使われてきたことは間違いない。

筆者の印象では、①、②、③はあくまで観測主導の面が強いように思われ、売り材料としての持続性は怪しいものがある(ただ、③が今後の見通しにとって攪乱項であることは確かである)。やはり重く見るべきは④と思われるが、この要因に依存することでしか通貨が下落できないのはやはり円化の兆候だと筆者は感じている。以下、①～④に関し、簡単に見ていきたい。

～マイナス金利を巡るユーロ売りは観測の域を出ず～

たとえば①に関し、本稿執筆時点では6月以降のユーロ圏国際収支統計が発表されておらず対内・対外証券投資の動向などから裏付けを取ることはできない。ただ、スペイン10年金利が米国10年金利を下回るなど、周縁国の金利が著しく低下している現実を見るにつけ、マイナス金利によって押し出された資金は基本的には「中銀預金と同じくらい安全な資産」で為替リスクゼロの域内国債へ向かったと考えるのが自然である。もちろん、為替スワップ取引などを利用し、ドイツの短期国

債から日本の短期国債に乗り換えた場合に有利な取引となる可能性は残るが、ユーロ相場の一方的な下落の主因と言い切るには決め手に欠ける。何より、7月に入ってから俄かに「マイナス金利の効果が現れ始めた」との解説を耳にするようになったが、政策発動から1か月以上のラグがあったことについて納得できる理由はあまり見聞きしない。

また、②についても現段階では確たることは分からない。為替市場では外貨準備の構成通貨を巡る憶測が飛び交いやすく、その都度値動きに大きな影響力を持ち得るが、その実態は常に不明である。確かに、7月はトルコ中銀が国内銀行に対し、ユーロ建て所要準備をドル建てに変換するよう要請したことが話題となり、ECBが報告書において世界の外貨準備におけるユーロシェア低下を指摘するという動きもあった。だが、トルコ中銀の動きが世界の中央銀行の動きを規定しているとまで言える根拠はない。また、IMFが既に今年3月末時点の数字を公表している以上、ECBが指摘した2013年12月末時点のユーロシェア低下を今更材料視することには疑問を覚える。マイナス金利導入後のECBの見解ゆえ、過度に材料視されただけではないか。外貨準備構成通貨を議論する上では色々な観測が出てきては消えるが、「非ドル通貨においてユーロに取って代わる通貨など存在しない」という点が重要であり、仮に数ポイントのシェア低下があったとしても底割れしていくような動きを想定するのは非現実的と言わざるを得ない。

マイナス金利を巡る①や②の指摘はあくまで観測の域を出るものではなく、イメージ先行と思われるため、息の長いユーロ売り材料になるのか現段階では不透明である。

～地政学的リスクが最大の障害であることは確か～

次に、地政学的リスクを意識したユーロ圏外への資本流出という③の理由も良く耳にする。確かに、ロシア・ウクライナ問題の収束に目途が立たない中で、ユーロを手放したくなる向きは存在しても不思議ではない。しかし、今年4～5月の段階ではロシア・ウクライナ問題は「ロシアからの逃避資金がユーロ圏に向かうためにユーロ高要因」と言われ、実際、5月のECB理事会後の会見ではドラギ ECB 総裁も「1600億ユーロの資金がロシアからユーロ圏に流入した(だからユーロ高になった)」と述べていた。ロシア・ウクライナ問題を理由としたユーロ売りにどれほど確たる根拠があるのかは分からないが、得てして地政学的リスクに係る材料というのはその時点の状況に応じて都合良く解釈されがちなことは留意しておきたい。

ただ、今後事態が深刻化していく可能性もゼロではない。だとすれば、パイプラインからユーロ圏内へのガス供給が停止され、エネルギー制約を理由として景気が停滞する恐れも視野に入り、そこまで見越した上でECBの緩和を当て込んだユーロ売りが出ることは不思議ではない。事態が長引くだけ、ユーロ売りはダラダラと続いてしまう恐れもあろう。今後のユーロ相場見通しを立てる際、ロシア・ウクライナ問題が攪乱項となるのは確かであり、これがファンダメンタルズ分析の障害となる。

～基調的なユーロ安には「ユーロ圏居住者の売り」が必要～

最も真っ当な売り材料は④だろう。莫大な経常黒字やディスインフレ傾向(実質金利の高さ)など、真っ当な通貨高要因を備えるユーロ相場が基調的に下落するためには、金融政策格差に応じて内外金利差が拡大し、「ユーロ圏居住者の売り」が盛り上がるしかないと筆者は考えている。冒頭言及したように、この点が円相場を議論する上でのポイントと非常に似通っている。

本欄や『中期為替相場見通し』では長らく基調的な円安が根付くためには「日本人の円売り」が必要だと訴えてきた。経常収支が黒字で、日本国債の9割以上が国内で保有され、日本株をオーバーウェイトする海外投資家がさほど多いわけではないことを踏まえれば(アベノミクス以降はやや趣は変わったかもしれないが)、そもそも「売れる円」を持っているのは誰か、というのが円相場を考える上でのポイントである。「売れる円」を持っているプレーヤー、それは日本人自身に他ならず、具体的には1500兆円以上の金融資産を保有する家計ないしそれを預かる金融機関などが莫大な円の保有主体である。そうした国内の経済主体が、対外的にリスクを取らなければ基調的な円安にはならない、というのが筆者の円相場に対する基本的なスタンスである。

こうした考え方はユーロ相場にも適用でき、「売れるユーロ」はユーロ圏内に偏在していることから、基調的なユーロ安局面が訪れるためには「ユーロ圏居住者の売り」が必要になるのではないかと筆者は考えている。この点は「ユーロ圏内で保有されるユーロ」と「ユーロ圏外で保有されるユーロ」に分けて見ると理解が進みやすい¹。為替を巡る需給を完璧に理解するのは不可能だが、以下のような考え方はユーロ相場の見通しを作る上で参考になるだろう。

～「ユーロ圏内で保有されるユーロ」と「ユーロ圏外で保有されるユーロ」のイメージ～

「ユーロ圏内で保有されるユーロ」に関しては、経常黒字の蓄積や純流出しにくい資本フロー構造などに注目したい。前者の経常黒字は、言うまでもなく、「ユーロを売りたい人よりも買いたい人の方が多く状態」を意味する。現状、ユーロ圏の黒字は世界最大であり、ユーロ圏居住者による経常取引面からのユーロ買い圧力は根強い。

後者の純流出しにくい資本フロー構造は共通通貨圏ゆえの特徴である。例えば、PIIGS5 か国で発行される債券について、海外保有分とカウントされるものの約70%がユーロ圏内で保有されているという実態は本欄では何度か述べてきた。確かに、周縁国の債券は流出入が激しく、海外投資家のフローに影響を受けやすそうに見えるが、それはあくまで「圏内の海外投資家(例えばギリシャにとってのフランスなど)」の動きが主体であり、圏外への純流出が発生するわけではない。つまり、為替という視点で見れば、資本フローは同一通貨圏に収まるため、相場への影響は出にくいのである。これは今日まで、ほぼ内国債状態が続いている日本国債の保有構造と重なる特徴である。

さらに、同一通貨圏に大国と小国が混在することで、ユーロ圏は圏外への資本流出を堰き止める独自の「防波堤」を備えている点も見逃せない。意外な事実だが、1999年のユーロ導入から現在までに、ユーロ圏の対内・対外証券投資を振り返ってみると、圏内から圏外への資本フローが純流出となった局面は殆どない。これは楽観局面では高い利回りが見込める周縁国へ資本が流入しやすい一方、悲観局面では周縁国から流出した資本がドイツやフランス、ベネルクス三国といったコア国・セミコア国に流れ(堰き止められ)、結局は圏外へ流出しないという実態があるためと推測される。なお、悲観局面では、ドイツやフランスの国際的に活躍する大手金融機関が対外資産をレパトリさせるため、外貨売り・ユーロ買いが生じやすいという側面も見逃せない。いずれにせよ、経済状態が危ういからと言って、「ユーロ圏内で保有されるユーロ」が一方的に圏外へ流出するという話には成りにくいことは注目すべきである。これは円もそうだったはずだ。

片や、「ユーロ圏外で保有されるユーロ」はどうか。ユーロフォリアとも称された1999年から2009

¹ 当該論点は拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』東洋経済新報社でも詳しく議論しておりますのでご参照下さい。

年までの約 10 年間においては、確かに世界中で「第二の基軸通貨」の掛け声と共にユーロ建て資産への投資が活発に行われた。2009 年以降の債務危機でユーロ相場が急落したのは恐らくそうしたフローが逆流したからだろう。しかし、今はどうか。もちろん、ユーロ建て資産への投資を復元させつつある投資家も存在するだろうが、「第二の基軸通貨」ムードが蔓延していた当時とは比較にならないはずだ。推測だが、現状、「ユーロ圏外で保有されるユーロ」の多くが外貨準備として保有されているものなのではないか。だとすれば、それは簡単には手放されないだろう。外貨準備は市場参加者が思うほど、機動的な運用が行われるものではないし、上述したように、そもそもユーロから乗り換えられる非ドル通貨の受け皿は大きくない。

～円化は通貨高方向に限った話ではない～

莫大な経常黒字や圏外に純流出しにくい資本フロー、そして外貨準備通貨としての高い需要などの要素を併せ見ると、やはり「売れるユーロ」はユーロ圏内に偏在しているように思える。そうだとすると、基調的な円安に「日本人の円売り」が必要だと言われてきたように、基調的なユーロ安には「ユーロ圏居住者からの売り」が必要なのではないかと筆者は考えている。恐らくその局面ではユーロ・キャリートレードという言葉も持て囃されるはずである（最近も散見されるようになってきた）。

では、「ユーロ圏居住者の売り」はいつ出るのか。それは外貨建て資産の期待収益率が改善している時であり、シンプルに言えば内外金利差が拡大している時である。要は、FRB が ECB よりもタカ派色を強めれば「ユーロ圏居住者の売り」は盛り上がりやすくなり、ユーロ相場も下落しやすくなるだろう。5 月以降の ECB と FRB の動向や互いの経済指標動向を踏まえれば、ドル建て資産の期待収益率が改善する中、「ユーロ圏居住者の売り」が盛り上がっても不思議ではない。

貿易赤字という真っ当な通貨安要因が備わる以前の、かつての円については「FRB が利上げ局面に入り、日米金利差が広がってこなければ基調的な下落はない」と考えるのが定石であったし、実際それはほぼ正しかった。円と諸条件を共有するようになってきた今後のユーロは、そうした円相場にまつわる定石が適用していけるのではないだろうか。今後、FRB が金融政策を正常化していけばユーロ相場は下落するかもしれないが、それもまた円化症状の 1 つと理解すべきである。「円化している」というからには、「ディスインフレ≒通貨高」という通貨高方向だけではなく「内外金利差拡大≒通貨安」という通貨安方向でも特徴を共有していくはずである。

まとめると、5 月以降に進行したユーロ安の要因は上述したように 1 つではない。だが、敢えて 1 つを選ぶとすれば内外金利差拡大に乗じた④を指摘すべきであり、それも円化の一環であると筆者は考える。一方、「マイナス金利を忌避したユーロ売り」は、全否定こそしないが、過大評価は禁物である。周縁国債の金利が急低下している以上、マイナス金利を忌避してユーロ圏から資本が漏出し続けているとの指摘には真実味があまり感じられない。

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8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて~ECBとしては「早く結果が欲しい」状況~)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から読み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(GPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格~BIS年次報告に絡めて~
2014年7月18日	週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機~狭いレンジでの処世術~)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?~「さくらレポート」などを受けて~
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて~金融不安は日本化懸念のダメ押し~)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて~市場期待に寄つたドラギ総裁は日銀を思い返すべき~)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー~QEを仄めかしつつ現状維持~
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?~プラザ合意以降で最小の月間レンジに~)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に~史上最小レンジが視野に~
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」~ユーロ圏労働コストなどについて~
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて~縮小均衡?~
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場~ユーロに買い安心感、円に売り安心感~)
2014年6月19日	FOMCを終えて~アップサイドリスクを考える時?~
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について~雇用規制はあらゆる問題の遠因~
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
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~
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~読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率制~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	相次ぐユーロ高率制の読み方~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と円相場~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と先送り~)
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・株市相場について~
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」~