

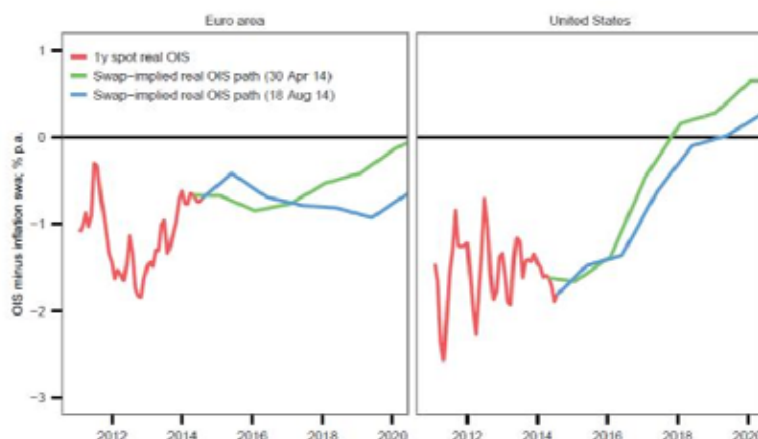
みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 27 日)

止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～

ECB への追加緩和観測が俄かに高まる中、欧州債金利は軒並み低下。10 年金利に関し、イタリア、スペインが過去最低を更新したほか、ドイツ、フランス、オランダ、フィンランドといった元々水準の低い健全国も過去最低で推移している。20 日以降、スペイン 10 年金利は米国 10 年金利を下回り続けており、恐らくイタリアも時間の問題。ユーロ圏としては、この金利低下を活かして財政出動に踏み込むことが期待される。恐らく QE 導入で決定的に状況が変わることはないだろう。ECB に残された、効果的な手段を敢えて挙げるとすれば、もはやユーロ売り為替介入によって周縁国の望む水準までユーロ相場を押し下げ、それと共に物価水準の浮揚を狙うことくらい。

～難しくなった「包括緩和での年内逃げ切り」～

昨日の為替相場はユーロが対ドルで 1 年ぶりの安値をつける展開で、一時 1.3164 をつける動きが見られている。昨日の本欄『ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～』でも議論したように、ドラギ ECB 総裁のジャクソンホール講演がイエレン FRB 議長講演に一步遅れる格好で材料視されており、相場の押し下げに効いている。俄かに来週 4 日(木)の



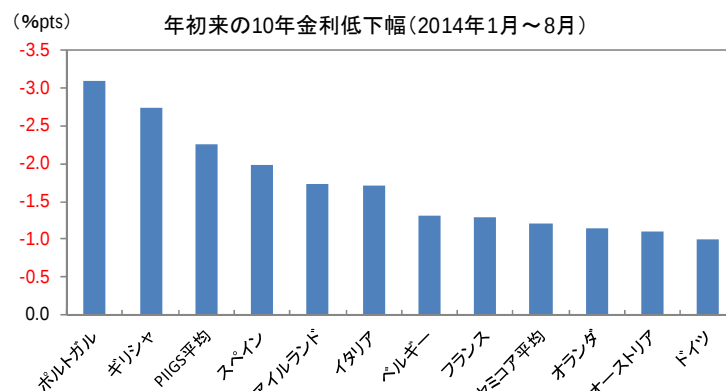
ECB 理事会におけるアクションを期待する向きまで出ており、「6 月の包括緩和で年内逃げ切る」といった ECB の算段は早くも狂い始めたように見受けられる (ECB 理事会のプレビューに関しては来週の本欄で改めて行いたい)。なお、同講演においてドラギ総裁は欧米実質金利差が今後拡大していく旨をわざわざ図示しており (図は講演資料より抜粋)、暗に為替の下値誘導を図ろうとしている気がしてならない。なぜ、そこまで米国との対比を強調する必要があるのか。狙いは為替である。

～止まらない欧州金利の低下～

こうした状況下、欧州債の金利は軒並み低下し続けている。昨日は 10 年金利に関して、イタリア、スペインが過去最低を更新したほか、ドイツ、フランス、オランダ、フィンランドといった元々水準の低い健全国も過去最低水準で推移している。史上初めてスペインの 10 年金利が米国の 10 年金利を下回った際、本欄 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～』では以下のように述べた:

- 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よい本格化していることの兆候ではないだろうか(中略)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

8月20日以降、スペイン(27日時点で2.17%、以下同)と米国(2.39%)の逆転現象は途切れることなく続いており、足許ではその格差はむしろ広がっている。現水準を踏まえる限り、恐らくイタリア(2.41%)についても、逆転現象は時間の問題かと思われる。今年1月以降の金利低下幅を比較すると、元より下げ余地の大きかった重債務国(代表的には PIIGS)を中心に下が



(資料) Bloomberg、※フランス、オランダ、ベルギー、オーストリアの4か国

っていることが分かる(図)。これらの国々の債務水準が依然として大きめであることを踏まえれば、ここもとの金利低下が「財政再建の進展」という前向きな理由でないことは確かである。

金利低下の背景としては①マイナス預金金利を受けた債券市場への資本流入、②ECB 追加緩和観測を当て込んだ資本流入、③デフインフレ継続又はデフレ転落までを見込んだ資本流入などが考えられるが、結局のところ、ユーロ圏経済の潜在成長率が地盤沈下する中で、これに相応しい自然利子率(中立金利)も切り下がっているということなのだろう。「失われた20年」において日本の潜在成長率はゼロ近傍まで下がったが、その間に長期金利も同じ道を歩んできた。

～財政出動が嫌なら為替介入しかない～

ユーロ圏としては、この金利低下を活かして財政出動に踏み込むことが期待される。特にドイツは2014年の財政黒字化までが臨める状況にあるが、四半期でマイナス成長に陥り、物価も下がり、10年金利が1%を切る(期間3年まではマイナス金利)という状況において、緊縮を進める積極的な意味は見出せない。現実問題、この低成長・低金利・低物価から抜け出すための処方箋は財政出動しかなく、恐らく QE 導入で決定的に状況が変わることはないだろう。それは日本の経験からも明らかであり、それが分かっているからこそドラギ総裁も財政タカ派のスタンスを緩めたのだろう。ECBにできる、効果的な手段を敢えて挙げるとすれば、もはやユーロ売り為替介入によって周縁国の望む水準までユーロ相場を押し下げ、それと共に物価水準の浮揚を狙うことくらいではないだろうか。

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8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
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～
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滲み出る過熱感
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(CPI)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(「事後的なイベント」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	巨額和解金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～市場期待に苛立つ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？～ブ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「蓄積する現預金」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～糞は投げられた。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	アペ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～