

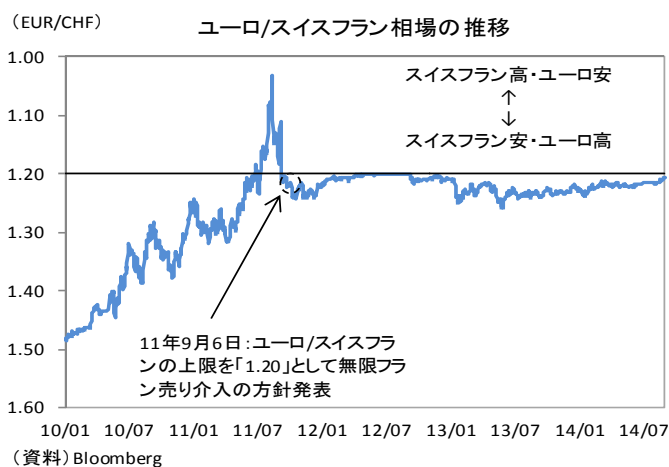
みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 2 日)

再び迫る「市場のユーロ売り vs.SNB のユーロ買い」

ユーロ/スイスフラン相場の騰勢が強まりつつある。無限スイスフラン売り介入のトリガーとなる「1.20」が目前に迫る状況を受けて、ジョルダン・スイス国立銀行(SNB)総裁は「必要に応じて無制限に外貨を購入する用意がある」と市場のユーロ売りに対抗する方針を表明している。ユーロ圏の現状や展望を踏まえれば、ユーロ/フランの下落を受けて、11～12年に見られた「市場のユーロ売り vs.SNB のユーロ買い」の構図が復活する可能性は高い。また、そもそもスイスは「双子の黒字国」であり、フランは「買われるべくして買われる通貨」であることに留意。目先の相場に関しては、足許のユーロ売りポジションの偏りを踏まえれば、SNB の形振り構わないユーロ買いがユーロ/ドルの急反発を招く可能性を警戒したい。なお、仮に SNB の無限介入が再び始まった場合、既に騰勢を強めている同国の住宅価格など、副作用の動向にも目を配る必要がある。

～「1.20」の攻防戦再び～

軟調なユーロ相場が続く状況にあって、俄かにユーロ/スイスフラン相場の動きが注目を集めつつある。スイスフランと言えば、欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた 2010 年から 2011 年にかけて、地理的な近接性も手強い、ユーロ圏からの逃避通貨として選好されていた。慢性的な上昇に悩まされたスイス国立銀行(SNB、中央銀行)は、2011 年 9 月 6 日、「景気後退とデフレを阻止するため 1 ユーロ=1.20 フランをスイスフランの上限とする」ことを発表し、無限フラン売り介入の方針



を決定した。その後、足許に至るまで概ね 1.20～1.25 のレンジに収まって推移し、今年もフラン買い優勢の時間帯を挟みつつ、5 月までは 1.22 付近で揉み合いが続いてきた(図)。だが、マイナス預金金利を含む包括緩和に加え、春先から見られてきたドラギ ECB 総裁を含む EU 高官の形振り構わぬ口先介入を背景としてユーロ売り・フラン買いが加速する流れと成っており、遂にユーロ/フランは先週、1.20493 と 2012 年 12 月以来の安値をつけている(値はブルームバーグ)。

～再び迫る「市場のユーロ売り vs.SNB のユーロ買い」～

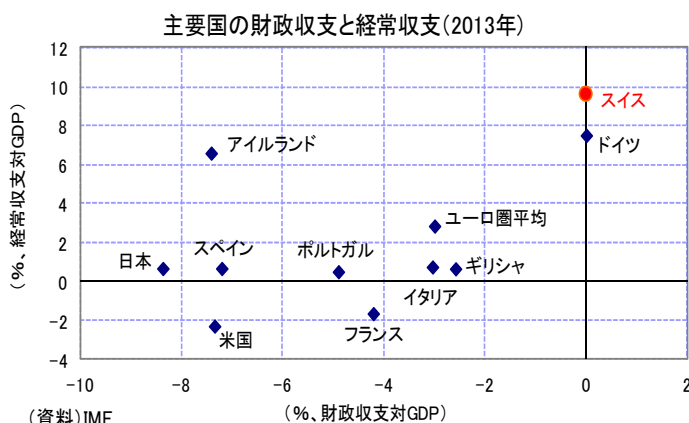
今週 4 日(木) の理事会に限らず、ECB の先行きが「良くて現状維持、場合により追加緩和」であることに異論は少ない。こうした状況下、SNB にとって「放って置けばフラン高」の地合いは続きそう

であり、極端な話、ECB が利上げに転じるまでは「1.20」をキャップとする現状の無限介入方針は解除できない可能性も考えられる。ユーロ圏経済の二番底懸念やそれに伴うインフレ率の低迷を踏まえれば、「市場のユーロ売り vs. SNB のユーロ買い」の構図は早晩復活する可能性がある。

ジョルダン SNB 総裁は、8 月 31 日付の地元紙インタビューに対し「(フラン相場の上限は)極めて重要」と述べた上で、「必要に応じて無制限に外貨を購入する用意がある」などと述べており、1.20 到達を待たずして介入への強い意思を表明している。なお、現状よりもフランの騰勢が弱かった今年 2 月時点で、フリッツ・ツアブリュック SNB 理事が「(上限設定は)緊急措置だった。現在でも適切であり、重要だ」、「1 ユーロ=1.22 フランや 1.23 フランでもなお過大評価された水準だ」などと述べていたことを思えば、現状の 1.20 が SNB にとって如何に看過しかねる水準なのかが分かる。

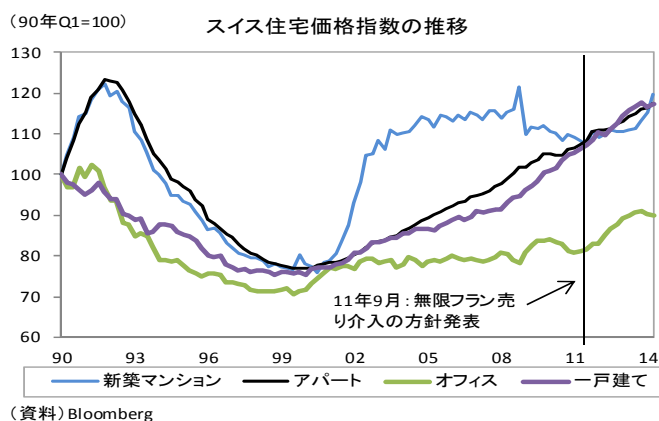
～フランは「買われるべくして買われる通貨」～

元よりスイスのファンダメンタルズは先進国の中でも良好であり、通貨高は止むを得ない面もある。例えば、ドイツ、フランス、PIIGS、米国、日本の中で見た場合、スイスは「双子の黒字(経常黒字&財政黒字)」を実現している稀な国である。近年、ドイツの「双子の黒字」が批判の的となっているが、スイスも同様のファンダメンタルズを有する国であり、経済規模対比の経常黒字はドイツよりも大きい(図)。ちなみにこうした比較を実質 GDP と政府債務対 GDP で行ってみても、スイスの成長率が最も高く、政府債務は最も低いという構図になる。欧州の混乱に乗じて買い進められる印象が強いフランだが、そもそも論として「買われるべくして買われる通貨」という事実は留意したい。なお、本日の本題からは逸れるが、図で抽出した主要国において日本は、「財政収支が最も悪く、経常収支は均衡」という立ち位置にあり、「双子の赤字」の淵に立っていることが分かる。この点、円は「売られるべくして売られる通貨」と言えるだろう。



～日本化の余波:スイスのバブル～

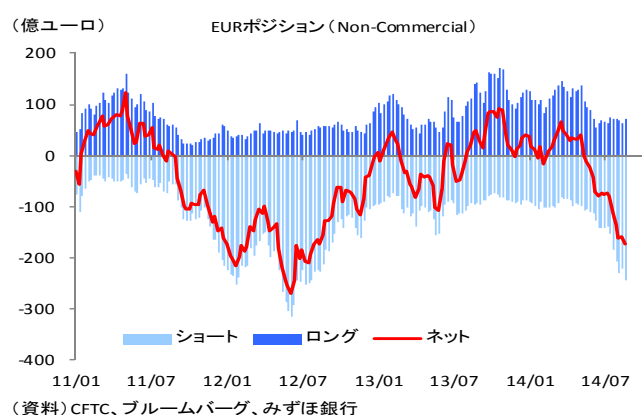
もちろん、そのようなファンダメンタルズの頑強さに加えて、ユーロ圏が長期停滞局面に突入した可能性がスイスへの資本流入を後押しした面は否めない。ユーロ圏の日本化が現実になると仮定した場合、SNB の介入は半永久的に続くことになり、これに伴う副作用が再び注目を集める可能性がある。例えば、2011～2012 年においては「為替差損を背景とする SNB の利益減少→スイス地方



財政の困窮」といったトピックが話題になったこともあった。何より不安視されるのはフラン売り介入に伴う資産バブル懸念である。当時から指摘されていたように、フラン売り介入に伴って供給された流動性はベースマネーとして中銀バランスシートに残り、不胎化はされない。2013 年以降、スイス政府は住宅ローンの規模に応じて銀行に自己資本の積み増しを義務付けるなど住宅価格上昇にブレーキを掛けようとしてきたが、騰勢は止まっていない。他ならぬ SNB 自身も、繰り返し住宅バブルの可能性に関し警鐘を鳴らしており、「1.20」を上限とする無限介入方針には葛藤を覚えているはずである。無限介入に伴う各種副作用については、実際に介入に手がつけられた場合、別途考察を深めたいと思う。

～SNB 介入の場合、ユーロの反発は免れず～

なお、目先の為替相場動向を考える上では、2011 年 9 月当時もそうであったが、SNB の強烈なユーロ買いがユーロ/ドルの急反発を招く可能性は警戒したい。折しも、IMM 通貨先物取引におけるユーロ売り持ち高が約 2 年ぶりの水準まで積み上がるなど(図)、投機筋のユーロ売りに行き過ぎ感が芽生え始めているところであり、「何がショートカバーのトリガーになるのか」は為替市場参加者にとっての 1 つの焦点である¹。もちろん、本格的なショート



カバーに至るかどうかは SNB の踏み込み次第ということになるだろうが、現状のポジションの偏りを踏まえれば、一時的とは言え、反発は免れないだろう。

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。

¹ 本欄 2014 年 8 月 18 日号『ユーロショートカバーに備える地合い～3 つの契機～』をご参照下さい。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
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～
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～畳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	国際収支や対内外対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を広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	ECBにまつわる3つの「分かれ難さ」
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し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