

みずほマーケット・トピック(2015年1月21日)

ユーロ相場にまつわる資本フローについて

ユーロ相場にまつわる資本フローを国際収支統計から簡単に整理。ユーロ圏経常収支は円建てにして年間20~30兆円の黒字を稼ぐイメージになるが、これは日本が最も経常黒字を稼いでいた2005~07年が年間20~25兆円の黒字だったことと概ね被る。また、証券投資を見ると、ユーロ圏からの資本流出はあくまで内外金利差の拡大を背景とした対外証券投資が主因であり、非居住者の売り(ユーロ圏からの逃避)ではない。ECBとFRBの金融政策格差が変わらない限り、ユーロ安基調は容易に変わらないだろうが、円相場に訪れた「2007年の夏」がユーロ相場にはいつくるのかという長期的な視点も忘れないでおきたい。2005~07年の円安局面において「経常黒字とデフレを踏まえれば円高になるはず」という指摘に耳を傾ける向きは決して多くなかったことを思えば、今のユーロ安局面については短期と長期という時間軸を分けた丁寧な分析を心掛けたい。

～日本のピーク時を凌駕するユーロ圏経常黒字～

一昨日にはユーロ圏11月国際収支統計が公表されている。ユーロ圏11月经常収支(季節調整前)は250億ユーロと22か月連続で黒字となり、過去12か月平均では月間200億ユーロの黒字というイメージになる。これを円建てにすれば月間で約2.7兆円(≒200億ユーロ×137円、※本日のレート)、年間では20~30兆円の黒字を稼いでいることになる。日本が最も経常黒字を稼いでいた2005~07年で年間20~25兆円の黒字だったことを振り返れば、当時の日本と今のユーロ圏の需給環境は概ね被る。むしろ年末のユーロ/円レートで円建て換算した場合、2013年などは30兆円を超える水準となり、日本としても経験の無い大きな黒字になる。ユーロ/ドル相場が厳格にユーロ圏経常収支の動きをトレースしてきた

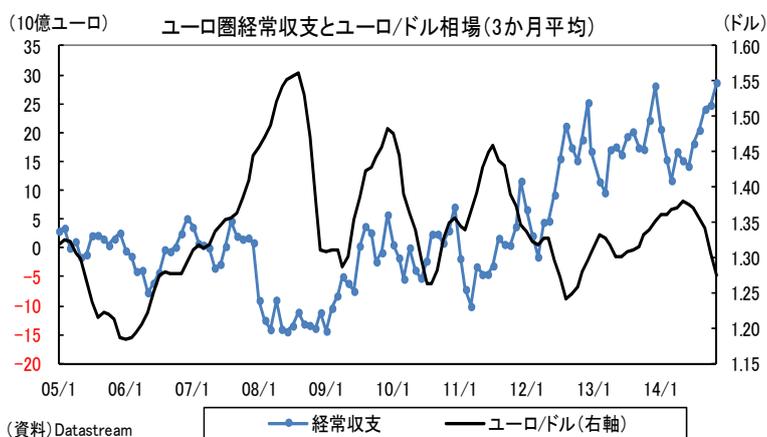
訳ではないが、2014年以降継続している経常黒字蓄積とユーロ急落の組み合わせがどこまで持続可能なのかは興味深い論点である。真っ当に考えれば、当面はユーロ相場下落を背景としてドイ

日本、ユーロ圏の経常黒字(円建て比較)

	日本		ユーロ圏
2005年合計	18.7	2010年合計	-0.3
2006年合計	20.3	2011年合計	-0.7
2007年合計	24.9	2012年合計	17.3
2008年合計	14.9	2013年合計	31.0
2009年合計	13.6	2014年合計(※)	34.6

(資料)Datastream, Bloomberg, 財務省

※13年12月~14年11月を合計。年末レートで円換算。

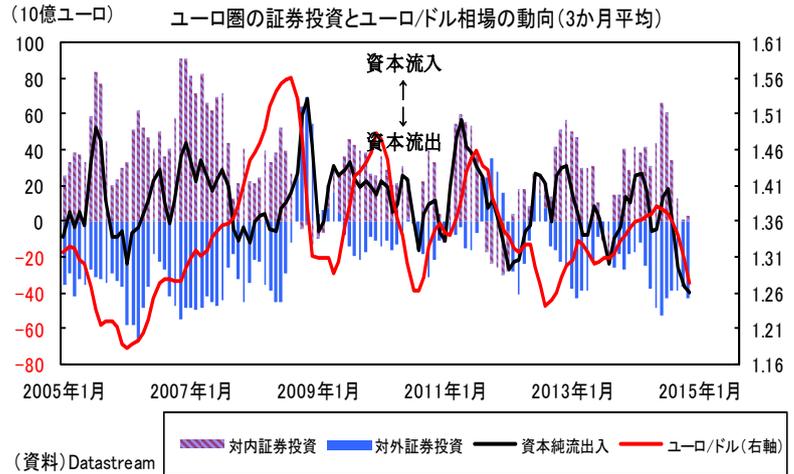


ツの輸出が加速する一方、弱い域内需要を背景として輸入は減少しそうであり、経常黒字が早晩減少するような展開は描き難い。本欄で常に強調している「需給はユーロ買い」の状況は少なくとも経常収支上は依然として指摘できる状況が続いている。

～ユーロ圏からの資本流出の実体～

とはいえ、昨年6月のマイナス預金金利導入を受けてユーロ域内から域外へ資本が流出しているとの声は多い。だが、国際収支を見る限り、こうした指摘は当たっているようで当たっていない。

確かに、ユーロ域内から域外へ資本が純流出しているのは事実であり、これに応じてユーロ/ドル相場が下落してきた可能性は高い(図)。だが、資本が純流出となっているのは対内証券投資が売り越され、逆流していることに起因しているわけではない。つまり非居住者がユーロ圏から資本逃避をしているわけではない、ということになる。対内証券投資は事実して細まっているし、直近では中立水準



まで落ち込んでいるが、少なくとも現段階では、積極的に売り越しが行われているという事実も確認できない。図に示されるように、ユーロ圏からの資本が純流出になっているのは主として域内から域外への対外証券投資が安定的に出ているためである。これをユーロ圏居住者による資本逃避ということも可能だが、今のユーロ圏がそこまで危機的な状況とは言い難い。内外の金融政策格差、ラフに言えば欧米金利差を背景とした対外証券投資と考えるのが最も自然だろう。

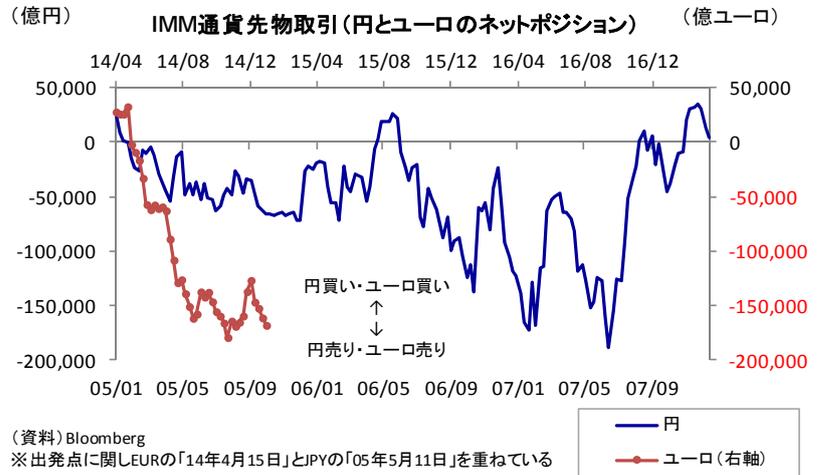
内外金利差に応じて国内(域内)から国外(域外)へ対外投資が加速し通貨安が勢いづくのは「円高の歴史」を誇る円でも繰り返し確認されてきた事象であり、ユーロが円化している兆候の1つだと筆者は考えている。ユーロが下落基調を辿っていることを捉えて「デフレ(ディスインフレ)通貨だから底堅く推移するという仮説は適切なのか」というご照会を頂くことがあるが、現段階で正誤を判断するのは尚早である。過去20年間、デフレの歴史を誇ってきた円も幾度か円安局面は経験している。それは往々にしてFRBが日銀に先んじて政策正常化に乗り出し、日米金利差が拡大する中で起こってきた。「円化する通貨」が安定的に下落するためには金利差を背景として投機的な動きが主導する必要がある、現にユーロはその傾向がある。

～05-07年、円の投機売りは3年続いた～

投機的な取引なのだからいつかは巻き戻され、上述したような需給やディスインフレ的な物価環境に応じてユーロが再評価される可能性に留意すべき、というのが筆者のユーロに対する基本認識である。だが、現実問題として「いつかは巻き戻され・・・」の「いつか」を特定するのは難しい。例えば2005～07年の円安局面においてはIMM通貨取引における円売り持ちトレンドは約3年続いた(次頁図)。2007年夏に発覚したサブプライム危機を境として急速にそれまでの円売り持ちが解消

され、円高に向かったことはまだ記憶に新しいだろう。片や、昨年5月に始まった足許のユーロ売り持ちトレンドはまだ1年も経過していない。かつてに比べて投資家の取れるリスク量が減ってきているため単純な比較は禁物だが、少なくともECBとFRBのあまりにも分かりやすい政策格差が変わらない限り、この売り持ちトレンドが直ぐに解消されるのは難しいというのは筆者も同感である。

言い換えれば、現状のユーロが「円化して迎える初めての下落局面」に差し掛かっているのだとすると、投機主導でどこまで落ちるかは手探りで考えるしかない。経験則をあてにするのであれば、ユーロドルの下値目途は購買力平価である1.20付近であったが、これも明確に割り込んでしまっている。この点、ユーロ安は未知の局面に入ったと言えるが、その後の反騰と背中合わせであることもまた未知であることを気に留めておきたい。



～「2007年の夏」はいつ来るのか～

現状のユーロ相場に関し、マイナス預金金利やギリシャ総選挙そして量的緩和(QE)を理由にして弱めの予想を当て込むのは容易である。ECBの緩和路線・FRBの正常化路線が変わらない以上、基本的にはその見方が正しいと思われるし、実際、昨年下半期を通して殆どそのような相場が続いている。ただ、半年や1年という期間を超えてさらに長期的視野に立った場合、本当のポイントは円相場が経験したような「2007年の夏」はいつ来るのかということにある。昨年来のユーロ安が2005～07年の円安のような「壮大な投機」だとするならば、それらのポジションを清算しなければならないほどのショックが起きた時は強烈なユーロ高が起きる。このタイミングを予想するのは至難の業だが、欧米金融政策格差がファンダメンタルズで見たユーロ高を否定する展開が続いている以上、最も目先ではFRBが順当に正常化路線を歩んでいけるのか否かが鍵となってきたそうである。

2005～07年の円安局面において「経常黒字とデフレを踏まえれば円高になるはず」という指摘に耳を傾ける向きは決して多くなかったことを思えば、今のユーロ安局面については短期と長期という時間軸を分けた丁寧な分析を心掛けたい。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
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」
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」～驚きずめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレン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～)