

みずほマーケット・トピック(2015年7月23日)

ユーロキャリー取引の妥当性を考える

ギリシャ問題が収束して以降、再びユーロ相場の軟化が目立つようになっている。リスク許容度の改善と共に欧米金融政策格差に焦点が移り、その思惑を含めユーロキャリー取引が相場の方向感を左右しているものと考えられる。現状、欧米金利差は拡大傾向にある一方、ボラティリティはやや高止まりしており、金利差対比でユーロキャリー取引が本当に妙味のある投資行動なのかは議論がありそうである。だが、主要な低金利の調達通貨として円、ユーロ、スイスフランのいずれかを使用し、そのパフォーマンスを試算してみると、14年以降の過去約1年半に限ってみれば、ユーロキャリー取引が奏功してきたという事実もある。しかし、確固たる実需に裏付けられた通貨の投機による下落は長い目で見れば、次の上昇局面へのエントリーポイントであることも事実。

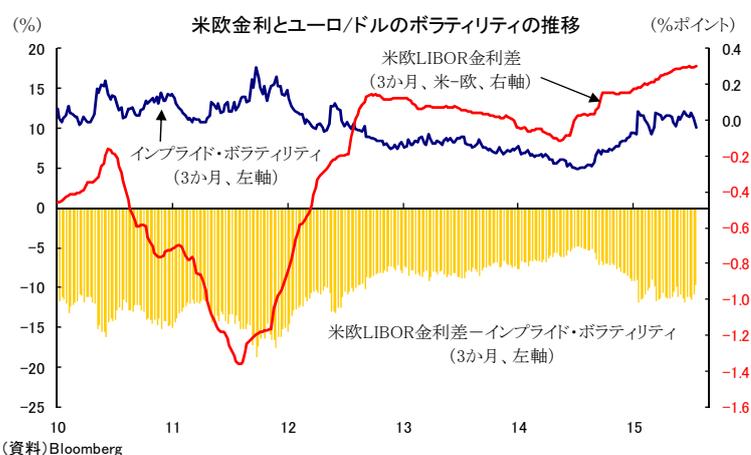
～下半期も政策金利相場～

昨日の為替相場はドル相場が上昇する展開。米6月中古住宅販売件数が市場予想を上回ったことを受けてFRBの利上げ期待が高まった格好だが、足許では商品相場の軟調に伴って資源国通貨に見切り売りが出やすくなっているという側面も見逃せない。今朝方にはニュージーランド中銀が25bpの利下げを行い、昨日にはスティーブンス豪準備銀行(RBA)総裁が追加利下げの可能性を示唆している。また、カナダ中銀も先週16日に半年ぶりの利下げに踏み切っている。本欄2015年6月26日号でも述べたように、下半期においても、対米金融政策格差が為替相場を主導する潮流は変わらず、特に資源国通貨についてはその傾向が強まる可能性が高そうである。

～ユーロキャリー取引を取り巻く環境～

ところでギリシャ問題が収束して以降、再びユーロ相場の軟化が目立つようになっている。リスク許容度の改善と共に欧米金融政策格差に焦点が移り、その思惑を含めユーロキャリー取引が相場の方向感を左右しているものと考えられる。過去の本欄でも述べたように、世界最大の経常黒字という確固たる実需を抱えるユーロが継続的に下落するにあたっては「**壮大な投機**」が幅を利かすような環境、ラフに言えばキャリー取引が流行るような環境が必要である。

過去、通貨高の歴史に苦しめられた円だが、日米金利差が拡大し、円キャリー取引が隆盛を極め

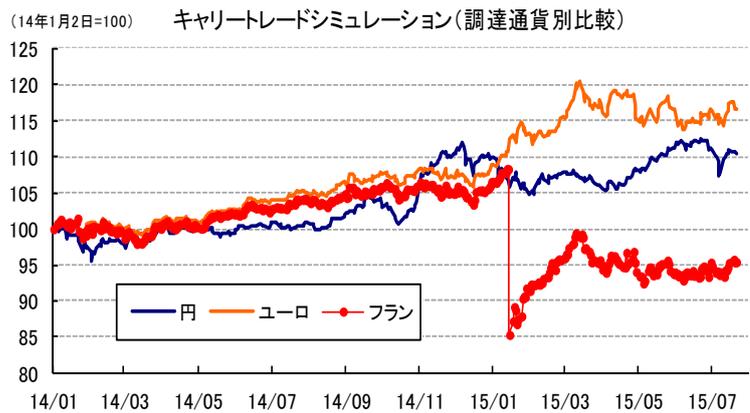


るような状況では基調的に下落することも多々あった。この点、「円」化しているユーロも下落に当たっては同様の環境が求められるのだろう。

ある通貨がキャリー取引の調達通貨となり、基調的に下落するためには、①十分な金利差と②低いボラティリティ(≒調達通貨の安定的下落)が必要である。この点、ユーロを調達通貨とし、ドルを投資対象通貨とするキャリー取引の環境についてイメージを示したものが前頁図となる。金利差は拡大傾向にある一方、ボラティリティはやや高止まりしている印象であり、金利差対比でユーロキャリー取引が本当に妙味のある投資行動なのかは議論がありそうである。

～過去1年半は奏功してきたユーロキャリー取引～

しかし、やや高めボラティリティを踏まえても、2014年以降の過去約1年半(2014年1月～2015年7月)に限ってみれば、ユーロキャリー取引が奏功してきたという事実もある。主要な低金利の調達通貨として円、ユーロ、スイスフランのいずれかを使用し、投資対象通貨として米ドル、英ポンドといった金融引き締め側の通貨、及び代表的な高金利主要通貨である豪ドルを選択し、均等ウェイト(各33.3%)



(資料) Bloomberg ※円orユーロorスイスフランで調達して米ドル、英ポンド、豪ドルに33.3%ずつ投資したケースを想定

で投資した場合のシミュレーションを行ったものが図となる。2014年を通してみれば、3通貨の内、どの通貨を調達通貨にしてもパフォーマンスは大して変わらなかった。だが、今年に入ってから1月16日にスイス国立銀行(SNB)が対ユーロ取引上限を撤廃したことでスイスフランが急騰し、これを調達通貨とする取引は大打撃を受けた。その後、円も13年ぶりの対ドル安値を更新するなど大きく下落したが、ユーロの下落幅の方が総じて大きく、ユーロを調達通貨とするキャリー取引が最も妙味があったという結果に落ち着いている。

もちろん、本欄で執拗に述べているように、従前まで成功しているからといって、いつまでもユーロキャリー取引を継続するのは危険である。図にも示されるように、3月半ばを境としてユーロキャリー取引のパフォーマンスは緩やかに悪化している。この間、ギリシャ情勢の混乱や中国株の急落など市場心理を冷やすイベントが続いたが、そのような局面では「壮大な投機」が維持できず、ユーロの買い戻しが優勢になったということだろう。確固たる実需に裏付けられた通貨の投機による下落は長い目で見れば、次の上昇局面へのエントリーポイントであることは忘れないようにしたい。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて