

みずほマーケット・トピック(2015年8月24日)

世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」

世界同時株安の混乱を受けた為替市場の動きを整理。2012年までであれば間違いなく円全面高となっていたはずだが、今回はユーロ全面高となっている。8月に入ってからのスポットリターンを見ると、通貨の強弱は「ユーロ>スイスフラン>円>英ポンド>ドル>新興・資源国通貨」の順。円、ユーロ、スイスフランで最強通貨の座を争うが、結果はユーロが頭ひとつ抜け出ており、これをスイスフラン、円が追う構図となっている。現状の中国経済の減速や商品価格の下落が一過性の調整ではなく、「本物の危機」に発展していくのだとすれば、やはり最強通貨はユーロになるはず。混乱の最中で拠り所を失う市場参加者にとって「莫大な経常黒字」と「高い実質金利」は確かな手掛かりであり、事態が混迷の度を深めるほどその傾向は強まるだろう。片や、慢性的な貿易赤字国となり、未曾有の金融緩和に踏み切っている円に関しては、もはやかつての「リスク回避通貨」としての迫力は大幅薄まった印象。「リスク回避のユーロ買い」の台頭を注視したい。

～正気の沙汰ではない9月利上げ～

先週21日の金融市場では米株式市場が大幅下落となり、4日続落となった。NYダウ平均は前日比▲530.94ドルの1万6459.75セントと2014年10月20日以来ほぼ10か月ぶりの安値で終えた。1日の下落幅としては2011年8月8日以来、約4年ぶりの大きさとなる。中国経済の減速とこれに伴う原油を筆頭とする商品価格の下落、ひいては世界経済全体への警戒感が強まった格好である。金融市場が弱体化する節目として「原油価格の40ドル割れ」、「NYダウ平均の17000ドル割れ」のタイミングが注目されてはいたが、奇しくもその節目はほぼ同時に到来した格好である。このほか地政学的には朝鮮半島に有事ムードが漂い始めていることも気掛かりである。斯かる状況下、目下最大のテーマであるFRB利上げに関し強気になれるはずがなく、米金利は低下、為替市場ではドル相場が下落しており、対ユーロで1.14付近、対円で122円割れの動きが見られている。現状、9月利上げの確率はFF金利先物市場で34%程度まで織り込まれた状態だが、この状況で利上げに踏み切るのは真っ当に考えれば正気の沙汰とは思えない。

～特に日本株が注意される理由～

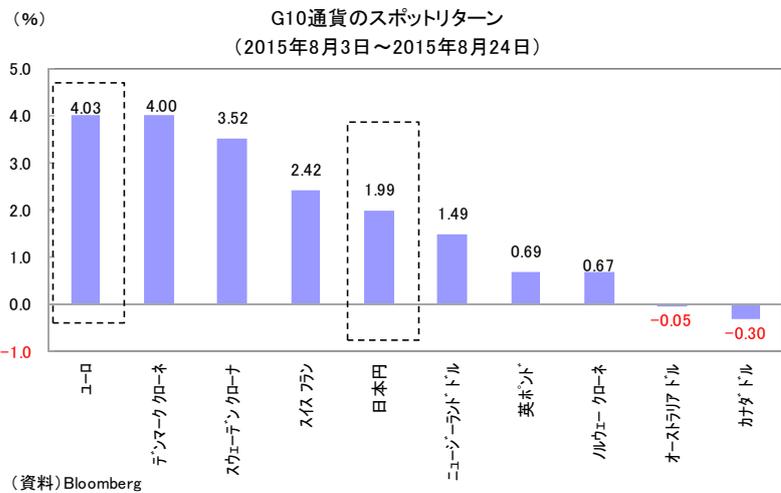
約1か月ぶりに122円割れとなったことを受けて日経平均株価も当然値を下げしており、本日東京時間午前では断続的に今年4月1日以来の19000円割れとなっている。日本株に関しては、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が現物株を買う、日銀がETFを買うという思惑に海外投資家が便乗するという構図が続いてきた。「そのような動きは危うい」との指摘は「株価が上がって困る人間はいない」、「期待に働きかける政策の一環」という名の下に切り捨てられてきたのが過去2年間である。政策的な需給で押し上げられた経緯を多くの市場参加者は程度の差こそあれ認識しているだけに、下がる時はパニックになりやすい。もちろん、3月末時点でGPIFの国内株式比率はター

ゲットの 25%に対して 22%であり、許容乖離幅が±9%ポイント認められていることを踏まえれば、あと 10%ポイント以上の買い余地はあるとも言える(これに追随する機関投資家の存在もあるだろう)。これは金額にすれば 15 兆円以上であり、小さい数字とは言えない。

だが、中国を筆頭として世界経済が減速する中、日本株だけが堅調というのは如何にも不自然であり、海外と平仄を合わせた調整は想定されて然るべきだろう。原油安により日本全体の交易条件(ひいては実質所得環境)が改善していること、円高が多少進んでも実質実効為替相場で見れば依然として歴史的な円安水準にあることなどを踏まえれば日本株が他国対比で優先されそうな要因もあるが、主要国で最も上がった株として相応の調整は不可避である。

～混乱を受けた通貨強弱について～

この混乱を受けた為替市場の動きは興味深い。2012 年までであれば間違いなく円全面高となっていたはずだが、今回はユーロ全面高となっている。8 月に入ってからスポットリターンを見ると、通貨の強弱は「ユーロ>スイスフラン>円>英ポンド>ドル>新興・資源国通貨」の順となっている(図)。中国経済がバブル崩壊と共に長期に亘る景気停滞を余儀なくされると仮定すれば、



中国の内需を拠り所にしてきた商品価格も連れ安とならざるを得ず、これと相関の高い新興・資源国通貨の上値余地も限られよう。また、FRB の利上げがそれら通貨からの資金流出懸念を一段と高めていることも見逃せない。

その次に、過去 2 年間、「出口に最も近い主要通貨」として選好され続けてきたドルも期待剥落と共に当然売り優勢とならざるを得ない。この点、ドルと同様、出口に近いという理由で堅調が維持されてきた英ポンドも上げ幅を縮める筋合いにあるが、ドルほど出口期待が強かったわけでもないゆえ、対ドルでは辛うじて上昇を確保できている。なお、ドルに関しては、この期に及んでも年内利上げ(織り込み確率は 9 月 34%、10 月 39%、12 月 61%)が当然視されているが、過去 2 年の「対話の成果」として年内利上げが敢行されるにしても、冒頭述べたように、現状下での利上げは正気の沙汰とは思えない。中国経済の先行き次第では、現状維持モードへの切り替え、場合によっては緩和路線への回帰といった可能性もゼロではないと考えたい。

～台頭するリスク回避のユーロ買い～

残る 3 通貨(円、ユーロ、スイスフラン)で最強通貨の座を争うが、結果はユーロが頭ひとつ抜け出ており、これをスイスフラン、円が追う構図となっている。この点に絡んで、拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』で筆者は以下のように述べた:

●通貨高の基礎となる経常黒字やデysinフレ傾向が見られ始めたのは 2012 年から 2013 年にかけてであり、今次危機の当初段階ではまだユーロ圏に日本化やユーロの円化といった言葉などは思いもよらなかった(正確にはユーロ圏の日本化を取り沙汰する向きは散見されたが、それが通貨高に繋がり円化に至る、という見立ては筆者の知る限り皆無だった)。そう考えると、本当に「不況下の通貨高」が発揮されるのは「次の危機」以降ではないだろうか(p.25~26 より抜粋)

現状の中国経済の減速や商品価格の下落が一過性の調整ではなく、「本物の危機」に発展していくのだとすれば、やはり最強通貨はユーロになるはずと筆者は考える。混乱の最中で拠り所を失う市場参加者にとって「莫大な経常黒字」と「高い実質金利」は確かな手掛かりであり、事態が混迷の度を深めるほどその傾向は強まるはずだ。要するに「リスク回避のユーロ買い」であり、「2007 年 8 月 9 日」を境として円高傾向が強まったように、「2015 年 8 月 21 日」を境としてユーロ高傾向が強まる可能性を注視すべき局面に入ったと考えられよう。

片や、慢性的な貿易赤字国となり、新発債の 8~9 割を買い上げるという未曾有の金融緩和に踏み切っている円に関しては、もはやかつての「リスク回避通貨」としての迫力は大幅に薄まったように見受けられる。過去 4 か月間のドル/円を振り返ってみれば、ギリシャのユーロ離脱懸念が頂点に達し、中国株の暴落などを経験しながらも結局 120 円を割り込む動きは見られなかった。本欄や『中期為替相場見通し』で再三述べているように、確かな円売り需給が存在する中であって、かつてのような「リスク回避の円買い」が進むとは限らないと考えるべきなのだろう。

引き続き筆者は、『中期為替相場見通し』で示す通り、年内は本邦から海外への対外証券投資主導で円安・ドル高が続き、来年は FRB の正常化プロセス頓挫によって円高・ドル安へ折り返すというパスを想定している。だが、中国経済の状況とこれを受けた FRB の「腰の引け具合」によっては折り返し地点が年内に前倒しされる可能性も高まりつつあることは警戒したい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28~29日開催分)を受けて~「断固たる覚悟」は見えず~)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4~6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15~16日開催分)について~no reason for complacency~)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点~その②~
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて~吹けば飛ばすような利上げ期待~
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について~購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価~)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
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、交差する三極の思惑~
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、PSPP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