

みずほマーケット・トピック(2015 年 8 月 27 日)

世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②

昨日はドル相場の反騰やプラート ECB 理事の発言によって下押しされているが、過去 1 週間のパニック状況におけるユーロ相場の強さには目を惹くものがあった(8 月に入ってから G10 通貨の対ドルスポットリターンでは 27 日時点でユーロが+3.56%と依然首位)。今回の混乱を受けて「リスク回避のユーロ買い」が為替市場における新たなトレンドとして確認されことは注目である。世界最大の経常黒字、相対的に優位な実質金利、ネットショートに積み上げられた投機ポジション等を踏まえれば、ユーロが他通貨に先んじて買われることは不思議なことではない。昨年来、それでもユーロが下がってきたのは ECB によるあからさまな通貨安誘導と FRB の正常化願望が重なった結果の「壮大な投機」に過ぎず、急騰とは背中合わせの性質だったことを忘れてはならない。

～「利上げをしない言い訳」が注目されるイエレン会見～

昨日の金融市場は漸く落ち着きを取り戻した。注目された NY ダウ平均は前日比+619.07 ドルと 2011 年以降で最大の上昇となり、為替市場でも急落したドル相場が買い戻される動きが見られている。昨晩はダドリー NY 連銀総裁による「9 月利上げの論拠はやや弱くなっているようだ」との発言が報じられ、ドル相場の逆風になるかと思われたが、これを好感した株式市場の上昇が市場心理の落ち着きを促し、主要な資産市場では従前の値動きを取り戻すような展開が見られている(株価は上昇、為替はドル高、債券は金利高)。

とはいえ、NY ダウ平均で言えば月初から最大▲2400ドル下げたうちの 3 割弱を戻したに過ぎず、依然傷は深い。ドル/円相場にしても急落が始まる前の 124 円台半ばには程遠い。なお、昨日の株価上昇には米 7 月耐久財受注に関し、国防・航空機を除くコア資本財受注が過去 1 年で最大の伸び(前月比+2.2%)となったことが好感された面もある。この上で、仮に 9 月 4 日公表の米 8 月雇用統計が良好なものとなった場合、9 月 FOMC の利上げが見送られるのだとすれば、記者会見でイエレン FRB 議長がどのような「利上げをしない言い訳」を見せるのかは注目である。

～ユーロが買われる 3 つの論点～

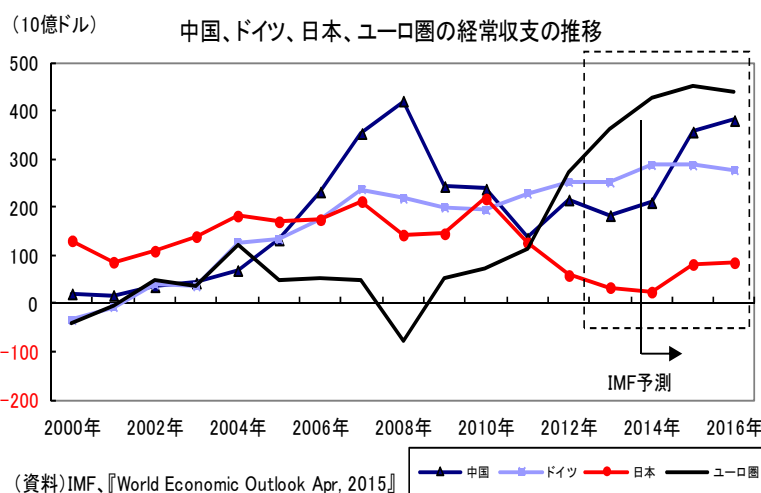
なお、上述したようなドル相場の戻りに加え、プラート ECB 理事による追加緩和を示唆する発言が報じられたこともあって、昨日のユーロ相場は下押しされているが、過去 1 週間のパニック状況におけるユーロ相場の強さには目を惹くものがあった(8 月に入ってから G10 通貨の対ドルスポットリターンでは 27 日時点でユーロが+3.56%と首位)。週初の本欄¹でも議論したが、今回の混乱を受けて「リスク回避のユーロ買い」が為替市場における新たなトレンドとして確認され始めたように思われる。世界最大の経常黒字、相対的に優位な実質金利、ネットショートに積み上げられた投機ポジション等を踏まえれば、ユーロが他通貨に先んじて買われることは不思議なことではない。

¹ 本欄 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」』をご参照下さい。

これまでの本欄や各種寄稿でも述べているが、昨年来、それでもユーロが下がってきたのは ECB によるあからさまな通貨安誘導と FRB の正常化願望が重なった結果の「壮大な投機」に過ぎず、急騰とは背中合わせの性質だった。いざ危機的なムードが高まると、この投機の巻き戻しが進んだ上に元より存在する確固たる実需が意識され、ユーロは独歩高になる。文字通り、「リスク回避のユーロ買い」であり、ユーロの「円」化症状が進行していることの一端を示すものとして注目される。本日の本欄では①経常収支、②実質金利、③投機ポジションの 3 点に関し、ユーロの現状を整理してみたい。

～①ユーロ圏の経常収支状況～

2007 年以降の危機局面において、円がリスク回避通貨として選好された理由が確固たる経常黒字やその結果として蓄積した世界最大の対外純資産の存在だった(これに加えて後述するデフレ通貨としての実質金利の高さもあった)。今年 4 月公表の IMF 世界経済見通しの数字に基づけば、2014 年の実績に関し、ユーロ圏の経常黒字は 3326 億ドル、対名目 GDP 比で+2.3%となっている。これは中国の 2098 億ドル、+2.0%を超えており、世界最大の経常黒字を誇る通貨圏ということになる(図)。なお、ユーロ圏経常黒字の 9



割弱に当たる 287.5 億ドルがドイツに由来するものだが、これはドイツの対名目 GDP 比で+7.5%にも達する。金融バブルのピーク時で世界の経常収支不均衡(グローバルインバランス)が深刻視されていた 2006 年でも、米国の経常赤字は対名目 GDP 比で▲5.8%だったことを踏まえれば如何にドイツの経常黒字規模が異常なのかが分かる。

なお、当時の日本は「戦後最長の景気回復」の最中であって円安バブルを謳歌していたが、それでも 1745 億ドルで+4.0%程度だった。景気は良好であるにせよ、今のドイツ経済について健全という評価はとても相応しくなく、危うい不均衡の上に立っていると云わざるを得ない。なお、ユーロ圏の経常収支問題となると、どうしてもドイツに目が向きやすいが 2013 年以降、ギリシャを含む PIIGS5 か国でも経常収支の黒字化が始まっており、「域内全体ではバランスしているので問題ない」という理屈はもはや通用しない。現状、ユーロ圏がグローバルインバランスを主導する格好となっており、この論点は将来的に欧米貿易摩擦、より象徴的には米独貿易摩擦というかたちで先鋭化してくる可能性が非常に高い²。いずれにせよ、これほどの実需を誇る通貨が一方的に下がり続けるためには、上述したように、「壮大な投機」が必要となる。これは基調的な通貨安にはキャリー取引やこれに付随する対外証券投資が必要だった円の歴史と重なる。

² ロイター外国為替フォーラム 2014 年 5 月 15 日『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』をご参照下さい。

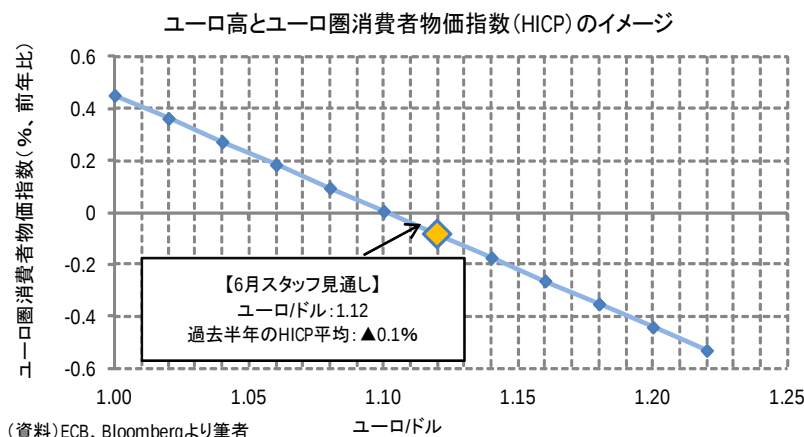
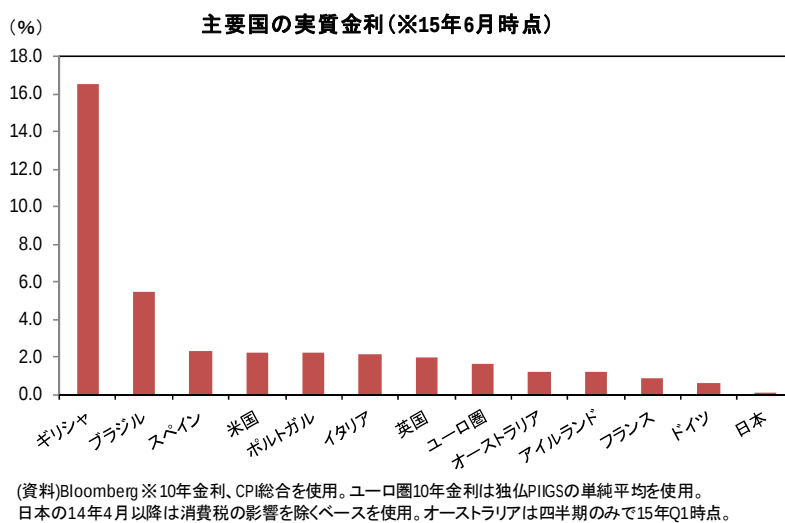
～②ユーロ圏の実質金利状況～

今年に入ってから ECB が量的緩和(正確には拡大資産購入プログラム、通称 APP)に踏み切ったことを受けて、ユーロ圏の国債利回りは歴史的な水準まで押し下げられている。そのためユーロ圏の実質金利が他国の実質金利と比較して特筆して高いと言える状況ではない。しかしながら、劣後している状況とも言えず(図)、先行きを見通せば実質金利が他国を陵駕してくる可能性が想定される。現状

(2015年6月時点)、消費者物価指数と10年金利から算出される実質金利はユーロ圏の主要国平均(ここでは仮に独仏PIIGSの7か国単純平均)で約1.7%程度となっており、これは米国(2.3%)より若干低い、オーストラリア(1.2%)よりも高い程度のイメージになる。足許では実質ベースでの欧米金利差は殆ど無いと言えるが、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は原油価格下落のベース効果が剥落することで年初から戻り基調にあり、そこへ APP 効果で名目金利が押し下げられていることによって、実質金利が低めに算出されていることを忘れてはならない。

もちろん、原油価格下落のベース効果が剥落することでインフレ率が浮揚している点は他国も同じではある。但し、ユーロ圏 HICP の今後に関しては、為替の影響も考慮する必要がある。具体的には、ユーロ相場は今年3月以降で反転しており、この影響は今後出てくることが予想される。過去の ECB 論文では「1%のユーロ高は4四半期ラグで HICP を▲0.07%ポイント押し下げる」という試算があった。

その後のドラギ総裁発言なども踏まえ、仮に「1%のユーロ高が▲0.05ポイント」の影響を持ってくるとすれば(図)、3月以降のユーロ/ドル相場が最安値から約+10%上昇したことを踏まえ、来春までに HICP が▲0.5ポイント下押しされるイメージになる。足許の原油安と合わせ、HICP のダウンサイドリスクは相当大きいと言わざるを得ず、ひいてはユーロ圏の実質金利が再び他国・地域を上回る局面が想定される。

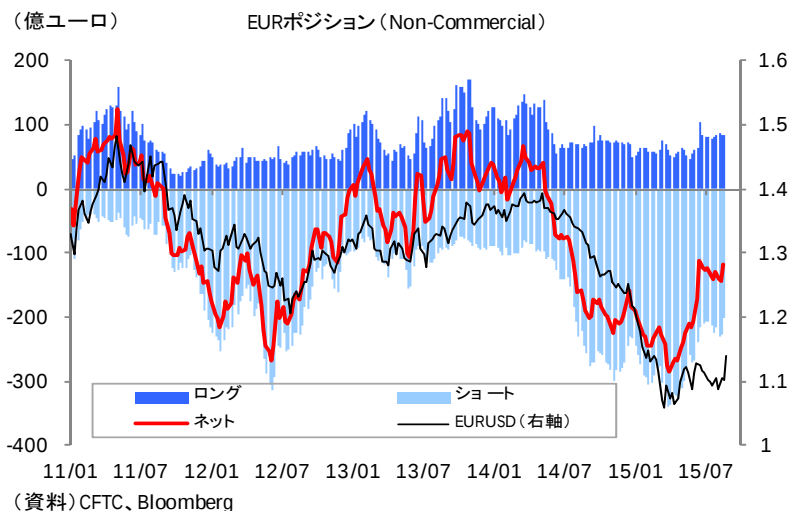


※1: 為替については15年6月スタッフ見通しの想定レート、ユーロ/ドル「1.12」、HICPについては15年1～6月平均の「前年同月比▲0.1%」を試算の起点としている。

※2: 過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

～③ユーロの投机ポジション～

IMM 通貨先物に現れるユーロの投机ポジションは▲115.92 億ユーロ(8月18日時点)のネットショートとなっており、ピークであった今年3月末(3月31日時点)の▲283.2 億ユーロから約5か月間で半分以下となっている(図)。この5か月間でユーロ/ドル相場は明らかに持ち直し、それまでの「1.05～1.10」から「1.10～1.15」へと取引レンジが切り上がったことを思えば、「壮大な投机」の取り崩しがユーロ相場の底堅さに寄



与したことは確かだろう。なお、この間、ギリシャのユーロ離脱懸念が高まったにも拘わらずユーロ相場が堅調を維持したのは、テールリスクの実現を目の当たりにして投机筋がユーロショートポジションを外したから、という解釈が無難である。文字通り、「リスク回避のユーロ買い」と言える。今後の注目点としては、依然として小さないユーロのネットショートポジションが清算された後、果たしてネットロングポジションへ転じるのか、それとも再びショートの積み上げが始まるのかどうかである。

再びショートの積み上げが始まってきた場合、ユーロ相場は下値を攻める展開となるが、そのためには米国の利上げ観測が盛り上がらなくてはならない。しかし、9月17日会合における利上げ織り込みは8月26日時点で24%と6か月前(2月27日)の71.3%、3か月前(5月27日)の46%から大きく低下している。この流れは容易に断ち切れなないと思われ、筆者はユーロ相場が上振れしていくリスクを多く見込んでいる。

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26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
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」
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～吹けば飛ぶような利上げ期待～
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～証券投資動向からうかがうユーロ相場～)
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？～)