

みずほマーケット・トピック(2016年1月20日)

ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて

昨日公表されたユーロ圏 11 月経常黒字は+264 億ユーロで、IMF 予測の通り、2015 年通年では +3300 億ユーロを超え、世界最大に達する見通し。それでもユーロ相場が騰勢を強めることが出来ないのはひとえに ECB の通貨安誘導に FRB の正常化プロセスが加わった結果だが、これは金融収支における対内・対外証券投資の動きにも表れる。本欄ではユーロ圏対外・対内証券投資をネットアウトした純資本流出入がユーロ/ドル相場の方向感と一致してきた経緯に着目しているが、昨年来のユーロ相場の軟化もこれで理解が可能。マイナス預金金利政策の実体経済への効用には疑義があるが、ポートフォリオリバランス効果を通して資産価格に影響を与えているのは確か。IMM 通貨先物取引の状況を見ても、投機筋のドルロングが反転する中にあってもユーロショートは根強く保持されており、「所詮、マイナス金利政策は通貨安政策」との事実を強く印象付ける格好になっている。しかし、これらのフローの前提はあくまでも「FRB が正常化プロセスを続ける」という事実である。ドットチャートが実現しないのであれば巻き戻しを警戒すべき。

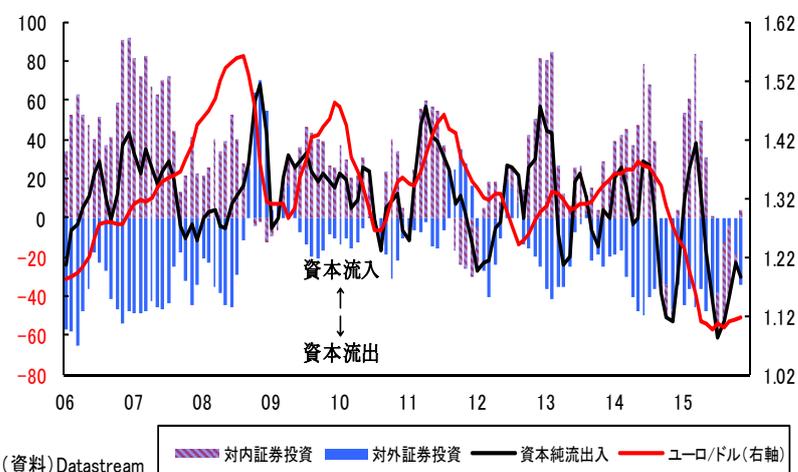
～中国当局頼みの相場が続く～

昨日の為替相場ではリスク回避ムードが小康を得たことから、一旦円売りが進んでいる。中国 10～12 月期 GDP は前年比+6.8%と市場予想に概ね合致し、一部に燻っていた想定外の悪化という事態は避けられた。しかし、同時に公表された同国の 12 月鉱工業生産や 12 月小売売上高は市場予想を下回っており、やはり不安は残る。足許のムードが安定している背景には、中国が景気刺激策の拡大に動くとの思惑も指摘されており、当局頼みの様相は全く変わる気配がない。

～ユーロ相場を巡る証券投資フロー～

今週は明日に ECB、来週 26～27 日に FRB そして 28～29 日に日銀が相次いで金融政策決定会合を開催する。一番手の ECB に関しては、昨日の本欄で行ったプレビューを参照頂きたいが、基本的には現状維持だろう。「基本的には」というのは恐らく 3 月ないし 4 月理事会における拡大資産購入プログラム (APP) のパラメーター修正 (ECB 版補完措置) を宣言すると思われるため、完全なる「手ぶら」ではないという意味である。現状のユーロ相場はじり高推移となっているもの

(10億ユーロ) ユーロ圏の証券投資とユーロ/ドル相場の動向(3か月平均)

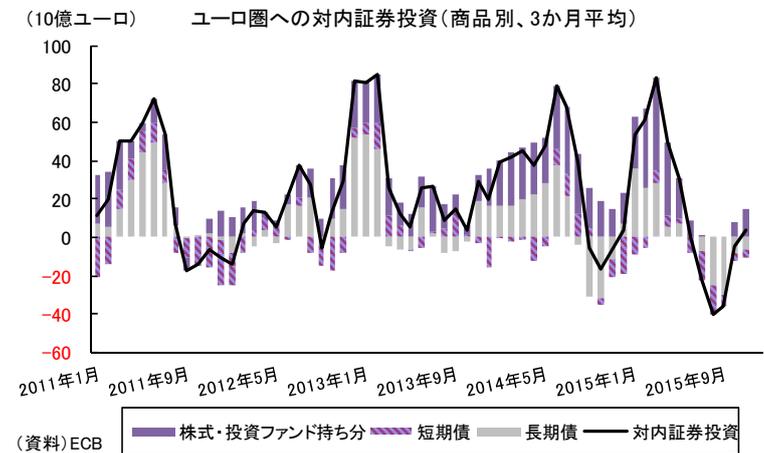
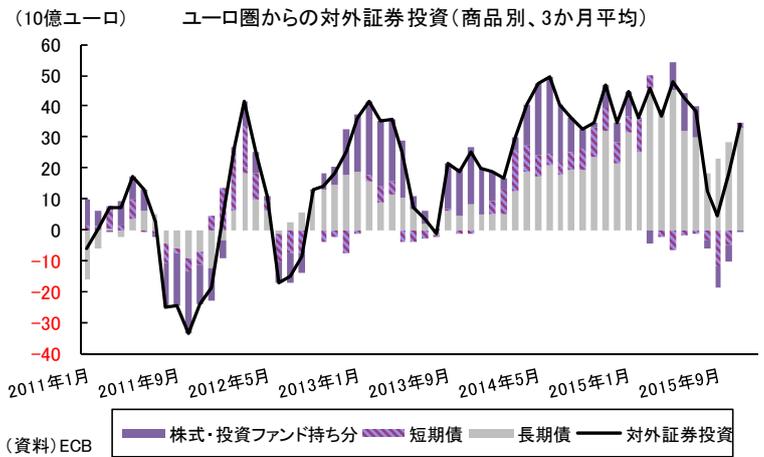


の、3 か月前対比で▲5%程度下落した水準にあり、通貨安対応が必要な雰囲気は全くない。来たるべき「FRB の挫折」やこれに付随するドル安・ユーロ高相場に備えて、カードは温存されるだろう。

なお、ユーロ相場絡みでは昨日、ユーロ圏 11 月経常収支(季節調整済み)が公表されている。11 月のユーロ圏経常黒字は+264 億ユーロであり、昨年 10 月公表の IMF 秋季世界経済見通しによれば、2015 年通年の経常黒字は 3344 億ユーロ(≒3646 億ドル÷2015 年末のユーロ/ドル相場 1.09)に達する見込みとなる。これは中国の経常黒字¹を凌駕する規模である。それでもユーロ相場が騰勢を強めることが出来ないのはひとえに ECB の通貨安誘導に FRB の正常化プロセスが加わった結果だが、これは金融収支における対内・対外証券投資の動きを見ても分かる。本欄ではユーロ圏対外・対内証券投資をネットアウトした純資本流出入がユーロ/ドル相場の方向感と一致してきた経緯に着目しているが、昨年来のユーロ相場の軟化もこれで理解が可能である(前頁図)。

対外・対内証券投資を商品別にみると(右図)、対外証券投資の大宗は長期債(1 年超の債券)であり、やはりマイナス預金金利を課せられた域内投資家が少しでも高い期待収益を求めて域外へリスクテイクしている様子が窺える。昨年夏から秋にかけての相場混乱を経て一時的に対外証券投資は細ったが、基本的に長期債を主体とした買い越しの構図は継続している。この点、域外資産へのポートフォリオリバランスを促し、これに伴うユーロ安を実現するという意味では、マイナス預金金利政策は相応の効果を上げていると言える。FRB が正常化プロセスを続ける限りは欧米金利差が残り、こうしたアウトフローがユーロ安相場の根幹を成すと考えられる。片や、対内証券投資は勢いが無い。2015 年上半期こそ短期債や株式・投資ファンド持分への買い越しが見られたものの、結局は 1 月の APP 導入宣言や 3 月の稼働開始を受けた一過性の動きだった。

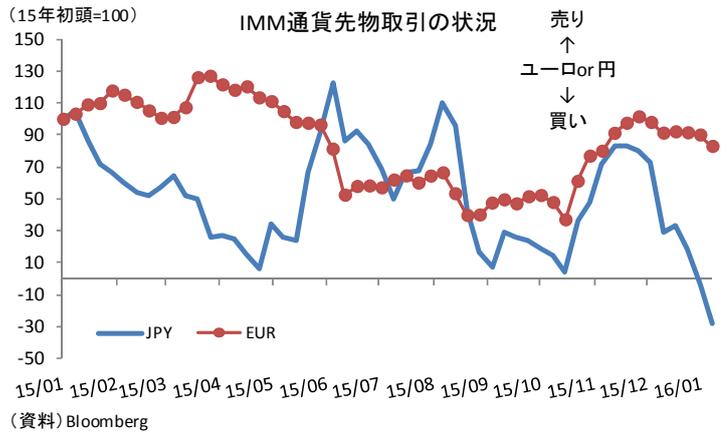
6 月以降はマイナス金利が定着する長期債について売り越しが先行する中、株式・投資ファンド持分の売り越しも重なり、対内証券投資からもアウトフローが続いている。結果として対外・対内証券投資をネットアウトした資本純流出入もユーロ安を支持する状況にある。



¹ 昨年 10 月公表の IMF 秋季世界経済見通しによれば、2015 年の中国の経常黒字は+3478 億ドルの見通しで辛うじてユーロ圏より小さい。なお、GDP 比で見た場合、ユーロ圏は+3.2%、中国は+3.1%との黒字となっている。

～盤石な「優秀な調達通貨」としての地位～

しかし、上述したような対外・対内証券投資状況をもたらしているのは、ECB自身の通貨安政策は元より、FRBが正常化プロセスを続けるという前提である。FRBが正常化プロセスを続ける限りにおいては、日米欧三極で唯一のマイナス預金金利政策を採用しているユーロは「優秀な調達通貨」として盤石な地位を保持し続けるだろう。 図示されるように、投機筋のドルロングが反転する中にあってもユーロショートは根強く保



持されており、「所詮、マイナス金利政策は通貨安政策」との事実を強く印象付ける格好になっている。しかし、本欄や『中期為替相場見通し』で繰り返し論じている通り、FRBの正常化プロセスは今後、挫折する公算が大きく、年内4回というドットチャートが示すパスは恐らく実現しない。その事実を市場が本格的に認識し始めた時、投機的なユーロショートの巻き戻しと共に域内から域外への対外証券投資も一気に細り、経常黒字に応じた素直なユーロ高が定着すると思われる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハド派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレインードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちたくびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのほどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
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
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