

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 24 日)

ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～

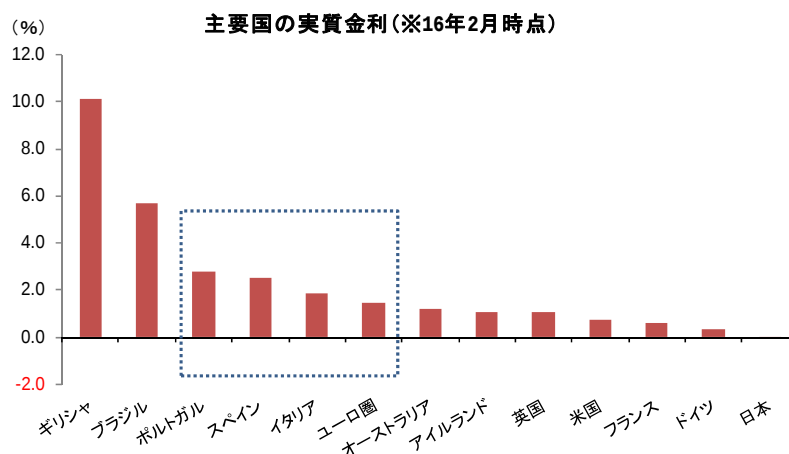
ブリュッセル同時多発テロの衝撃が冷めやらない中、震源地の通貨であるユーロ相場は底堅い推移が続いている。それにしてもユーロ/ドル相場は過去 1 年間、「1.05～1.15」を主戦場とする相場が続いており方向感が全く出ていない。常々述べるように、こうしたユーロ相場の底堅さは経常黒字の大きさや実質金利の高さといった極めて基本に則した背景から説明できる。主要国の実質金利を比較した場合、日米よりも一部ユーロ加盟国の実質金利が相対的に高めであるのは事実である。また、相対的に高めの実質金利を支える要因として、長引くデysinフレ状況も見逃せない。13 年 10 月以降、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は一度も 1%を超えていないが、結果として欧米物価格差は蓄積し、購買力平価(PPP)上はユーロ高傾向が強まっている。ECB による通貨の低め誘導は実勢相場と PPP の捻じれを強める行為であり、反騰のマグマが溜まっているように思われる。だが、現状以上のユーロ高にイタリアやフランスが耐えられるのかは多いに疑問。

～4 月利上げの大義は無い～

昨日の為替市場はドル相場が続伸する展開。一昨日のロックハート・アトランタ連銀総裁、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁に続いて、ブラード・セントルイス連銀総裁も 4 月利上げを示唆する発言を行っており、ドル買いを誘っている。依然、執行部(正副総裁+理事)の足並みが必ずしも揃っているとは言えないが、足許で特段材料が無い以上、立て続けに発信されるタカ派寄りの発言には反応せざるを得ないのが現状だろう。だが、現段階で 4 月会合における利上げ織り込みは僅か 6%である。「市場との対話」を念頭に置けば、利上げは無理筋と言わざるを得まい。そもそもわざわざ会見の無いタイミングを見計らって利上げをする大義はさほど大きいものではないはずだ。

～高めの実質金利はユーロの魅力か～

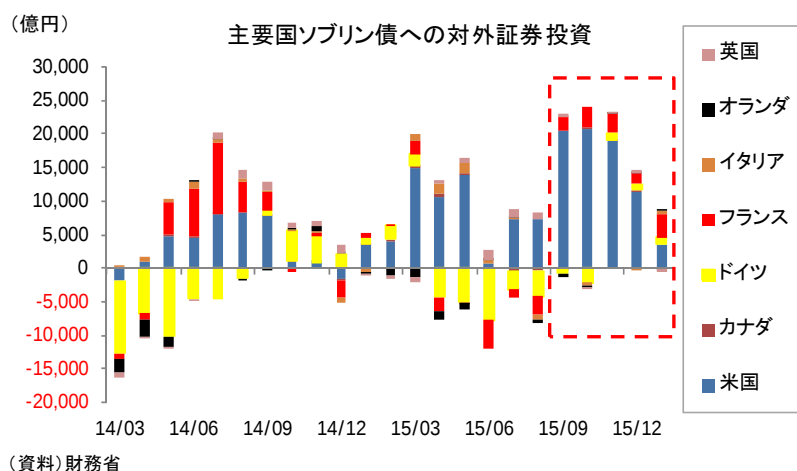
一昨日のブリュッセル同時多発テロの衝撃が冷めやらない中、震源地の通貨であるユーロ相場は底堅い推移が続いている。昨日の本欄でも議論したように、本件が為替相場に与えている影響は今のところ英国の EU 離脱(Brexit)懸念を介した英ポンド売りに止まっており、その他通貨に対し大きな変動が見られているわけではない。昨年 11 月のパリ同時多発テロ同様、「テロ



(資料)Bloomberg ※10年金利、CPI総合を使用。ユーロ圏10年金利は独仏PIIGSの単純平均を使用。日本の14年4月以降は消費税の影響を除くベースを使用。オーストラリアは四半期のみで15年Q4時点。

で相場は動かない」というのが最近の傾向になっている。それにしてもユーロ/ドル相場は過去 1 年間で、「1.05～1.15」を主戦場とする相場が続いており方向感が全く出ていない。過去の本欄でも議論した論点だが、FRB が利上げを行い、ECB がマイナス金利を拡げ、量的緩和 (QE) の実施・拡大まで踏み切ったという事実を踏まえればこれはやや意外である (しかもこの間、ユーロ圏ではテロだけではなく、ギリシャのユーロ離脱騒ぎや難民騒動が取り沙汰された)。本欄でかねてから主張しているように、こうしたユーロ相場の底堅さは経常黒字の大きさや実質金利の高さといった極めて基本に則した背景から説明できると考えられる。前頁図は主要国の実質金利 (各国 10 年債金利－消費者物価指数総合の前年比) を見たものだが、日米よりも一部ユーロ加盟国の実質金利が相対的に高めであるのは事実である。

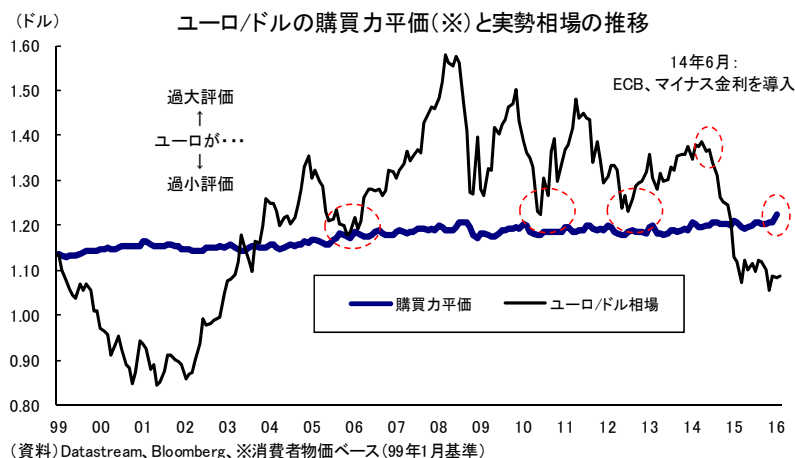
こうした動きは本邦国際収支統計における国・地域別の対外証券投資状況からも確認できる。相応の利回りと格付けを両立できるフランス国債が継続的に買い越しされている近況は欧州債への魅力を感じている投資家が存在する証左だろう (図)。昨日、ロイターでは「日本勢のユーロ債投資が活況、ドル債投資のヘッジコスト高騰」と銘打つニュースを



報じているが、「高過ぎるドル」が欧州債への資金フローを生んでいる状況は確かにあるのだろう。マイナス金利を謳いつつも、物価状況などを加味すれば、相対的に有利な金利状況が今のユーロ圏にはあり、それが堅調なユーロ相場に寄与している可能性が推測される。

～PPP との捻じれは強まるばかり～

なお、相対的に高めの実質金利が存在する理由は南欧を中心として信用リスクに危うさを抱える加盟国が存在することも挙げられるが、やはり忘れてはならないのは執拗に継続するデシインフレ状況である。ECB が「2%」近傍への誘導を企図するユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は 2013 年 10 月以来、一度も 1% を超えていない。結果として欧米物価格差は蓄積し、購買力平価 (PPP) 上はユーロ高傾向が続くことになる。図示されるように、ユーロ/ドル相場の PPP は

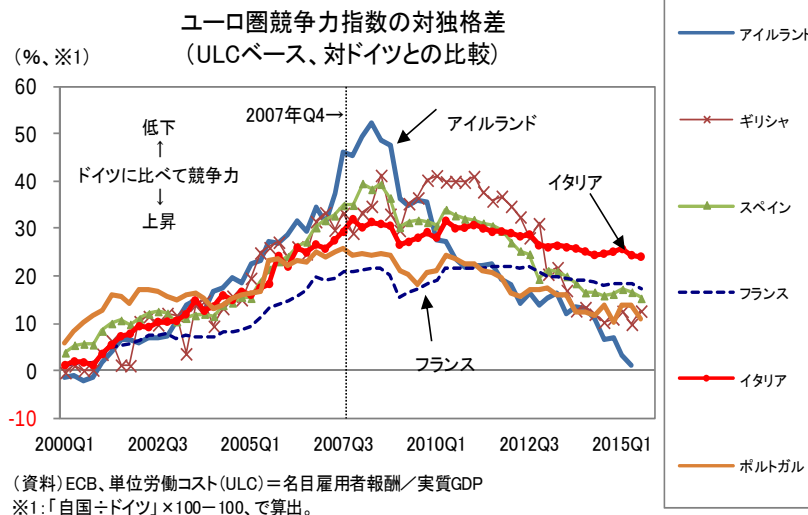


金融危機後、じわじわと高まっており、今年 1 月時点では 1.22 付近にある。ECB は 1.15 が接近す

る度に口先介入を含め相場の低め誘導に腐心するくらいはあるが、これによりPPPとの捻じれ状況（格差と言い換えても良い）は強まるばかりであり、反騰のマグマが溜まっているように思われる。

～ユーロ圏各国の実質実効為替相場状況～

とはいえ、現状以上にユーロ相場が上昇した場合、困る国が出てくるのも確かである。ECB が恥も外聞もなくユーロ高に反応するのは、それでダメージを受ける加盟国が存在するからである。図はユーロ圏各国における実質実効為替相場（通称：競争力指数）について、対ドイツの格差を見たものである。アイルランドを筆頭に、ギリシャやポルトガルそしてスペインといった加盟国は 2007 年夏までに急拡大したドイツとの競争力格差を概ね解消しているが、イタリアやフランスは殆ど変わっていない。これ



ほどのユーロ安が進みながら域内不均衡が最も拡大していた 2007 年当時と比べても競争力が改善していないということは、それだけ国内経済における高コスト構造が温存されていることに他ならない。足許でイタリア系金融機関の経営不安が断続的に持ち上がっているのは、非効率性が温存された国内経済情勢の裏返しとも言える。この状況でさらにファンダメンタルズに則したユーロ高が発生した場合、ユーロ圏はイタリアやフランスといったコア国を巻き込んだ景気停滞に見舞われる可能性が高いと考えられる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
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
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「痩せ我慢」
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!にならなかった米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～「ハト派なタカ派」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、互解か～
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～預金ファシ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緩和と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ナード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?～)