

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 29 日)

ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果

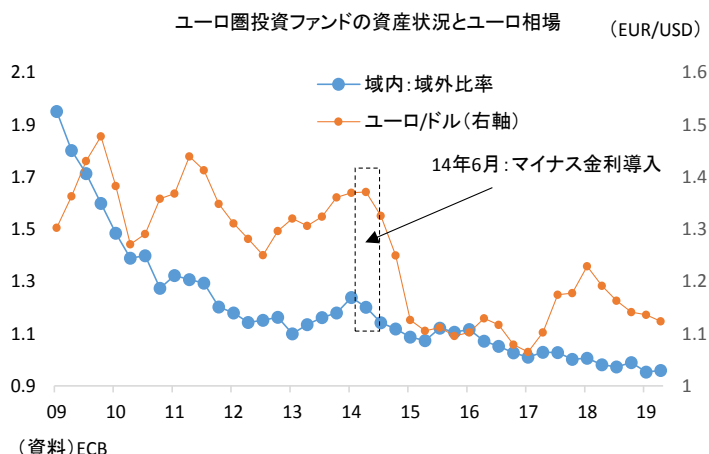
本欄では ECB の公表する『ユーロ圏投資ファンド統計(Euro area investment fund statistics)』をユーロ/ドル相場の方向感を推し量る有力な手掛かりとして注視している。同統計ではユーロ圏域内の投資ファンドを保有する運用残高に関し、域内・域外および商品別(債券・株・投資ファンドなど)に分けて把握することが出来る。ユーロ圏における投資ファンドの運用資産残高に関し、域内残高と域外残高の比率(域内÷域外、以下、域内域外比率)を見てみると、基本的には金融危機後は低下傾向にあることが分かる。要するに、相対的に域外資産の方が域内資産よりも選好されてきたという傾向がある。筆者が注目しているのは 2013 年に入ってから、この比率がはっきりと持ち直していたにも拘らず、2014 年 6 月末を境に再び低下傾向に入っているという事実。今から 5 年前の 2014 年 6 月と言えば、ECB が初めてマイナス金利導入を決断した月である。部門別の債券投資額を見ると、もはや域内の政府債券(国債)に投資をする向きは殆ど見られず、基本的には域外債券への投資が主体となっていることがわかる。

～トランプ交渉術に辟易とする市場～

米中貿易交渉再開との報道を受けて週初の 104.40 円台から一時 106.40 円付近まで急騰したドル/円相場だが、その効力は長く続かず直ぐに 106 円を割り込んでいる。もはや市場参加者は「生かさず殺さず」の交渉術を繰り返すトランプ米大統領の言動に食傷気味ということだろう。本欄では繰り返し論じていることだが、現在の為替市場を見通す上で最も重要なポイントは「当分、米金利は上がらなさそうである」という事実である。今後も一時的に円安に振れたからといって中期的な基本認識を修正する必要は全くないだろう。金利や需給の動向を努めて丁寧に整理する必要がある。

～ユーロ相場の流れを変えたマイナス金利導入～

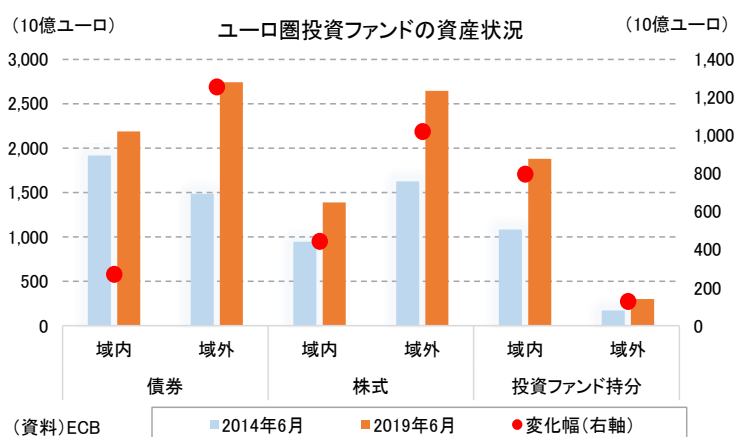
なお、ドル/円相場が乱高下する中であって、ユーロ相場の動きは比較的限定されている。ここで目先の材料から一端離れ、ユーロ相場の需給に目を向けてみたい。この点、8 月 16 日に ECB が公表した四半期に 1 度の『ユーロ圏投資ファンド統計(Euro area investment fund statistics)』が参考になる。日本では取り上げられることの少ない統計だが、本欄ではユーロ/ドル相場の方向感を推し量る有力な手掛かりとして注視している。同統計ではユーロ圏域内の投資



ファンドを保有する運用残高に関し、域内・域外および商品別(債券・株・投資ファンドなど)に分けて把握することが出来る。ユーロ圏における投資ファンドの運用資産残高に関し、域内残高と域外残高の比率(域内÷域外、以下、域内域外比率)を見てみると、基本的には金融危機後は低下傾向にあることが分かる。要するに、相対的に域外資産の方が域内資産よりも選好されてきたという傾向が出ているということだ(前頁図)。為替レートは通貨間の交換比率であるため、ユーロの対外貨相場も下落が想定され、実際にそうになってきたことは図示される通りだ。筆者が注目しているのは2013年に入ってから、この比率ははっきりと持ち直していたにも拘らず、2014年6月末を境に再び低下傾向に入っているという事実である。今から5年前の2014年6月と言えば、ECBが初めてマイナス金利導入を決断した月である。ここを境として域内域外比率もユーロ/ドル相場も低下傾向がはっきりした。2017年4月はマクロン仏大統領が勝利し、同年6月には「もはやデフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」というフレーズで御馴染みのシントラ講演があり、ユーロ/ドル相場も急騰したが、その裏側で域内域外比率は着々と低下していた。米中貿易戦争やユーロ圏経済の循環的な悪化という側面もあろうが、結局、ユーロ/ドル相場も再び低めに収斂される地合いとなっている。

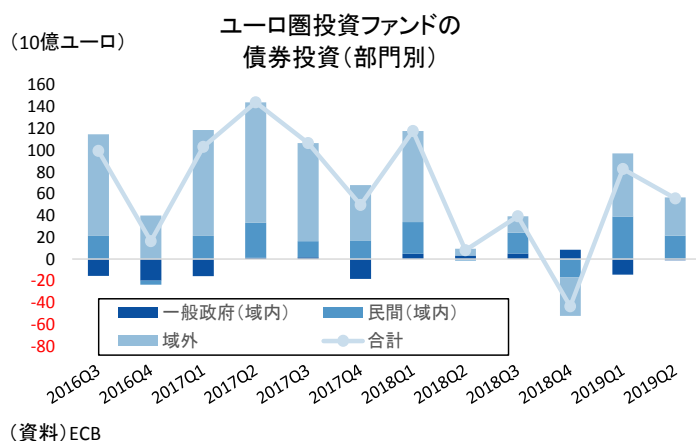
～域外債券への傾斜は明白～

こうした域内域外比率を商品別に見ると、域外資産の中でも債券(ユーロ圏投資家から見れば外債)の増え方が顕著である(右図・上)。やはりマイナス金利が定着し、深掘りされる中でポートフォリオリバランス効果が作用し、それがユーロ安に寄与してきたという事実が透けて見える。世界最大の経常黒字を有し、デイスインフレ傾向を帯びているユーロは大崩れしないというのが筆者の基本認識



であり、今後1年間についても「過去5年のドル高の修正」がメインテーマである中、そうした認識は大きく変わらない。だが一方、上記統計を見る限り、ユーロ/ドル相場が本格的に底打ちしてくるためにはマイナス金利の解除が必要というのもまた事実なのだろう。

右図(下)に示すように、もはや域内の政府債券(国債)に投資をする向きは殆どなく、基本的には域外債券への投資が主体となっている。現状では2020年末までに3回の利下げが織り込まれており、こうした域外債券を選好する動きは簡単には止まないだろう。ユーロ/ドル相場が底割れするような展開は考えられないが、マイナス金利導入以前に見られていた水準(ユーロ/ドル相場で言えば1.30以上)に戻っていく



ことも相当難易度が高い話と考えられる。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YGC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は十分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)