

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 15 日)

説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～

3 月以降、ECB 高官のユーロ高牽制発言はあまりにも露骨であり、本欄で昨年来予想してきた「金融政策の通貨政策化」、象徴的には ECB の日銀化が急速に進展している。とはいえ、ここまで露骨な発言が当局者から出ることは日銀では考えられず、相当の苛立ちが見て取れる。「デysinフレ傾向やデフレ懸念は全てユーロ高のせい」と考えてしまえば ECB としては気が楽だろうが、ユーロ相場がかつてないほど高い水準まで上昇しているわけではない。日米欧の需給ギャップを見れば、明らかにユーロ圏の出遅れ感が目立っており、上がらない物価の背景としては、ユーロ高もさることながら、こうした構造的な要因にも目を向けるべきだろう。また、ユーロ圏が今後、世界最大の経常黒字圏としての地位を強めていくことを踏まえると、通貨高に対して苦情を言える筋合いにはない。ECB のユーロ高牽制は露骨な割には説得力に欠けると言わざるを得ない。

～急速に進む金融政策の通貨政策化～

昨日の為替相場ではユーロが下落する展開で一時対ドルでは 1.3808、対円でも 140.43 円まで下落している。ドラギ ECB 総裁の発言(後述で引用)を受けたものだが、3 月以降、ECB 高官のユーロ高牽制発言はあまりにも露骨であり、本欄で昨年来予想してきた「金融政策の通貨政策化」、象徴的には ECB の日銀化が急速に進展しているように思う。日銀との決定的な違いはここまで露骨な発言が当局者から出ることは殆どなかったということだろう。過去 2 週間に限定しても、以下のような発言が立て続けに見られている(ソースは全てブルームバーグで、4 月の発言):

- ノワイエ仏中銀総裁:「ユーロが上昇すればその分行動の必要性が高まる」(14 日)
- ドラギ ECB 総裁:「為替レートの上昇は一段の金融刺激措置を必要にする」(12 日)
- バイトマン独連銀総裁:「(ユーロ高は)インフレ評価の多くの要因の 1 つで、そのため(ユーロ一段高の影響を)検討している」(12 日)
- クーレ ECB 理事:「ユーロが高ければ高いほど、金融緩和の必要性は大きくなる」(11 日)
- ボンニチ・マルタ中銀総裁:「ユーロ高は経済にネガティブな影響を与え、好ましくない」(9 日)

これまでドラギ総裁以下、ECB 高官は「為替相場は物価安定と成長にとって重要」との理解に基づき、あくまで物価経路でユーロ相場を注視していると述べていた。だが、ここに来てユーロ高が金融緩和のトリガーであるかのような物言いに変わってきており、苛立ちが高まっている様子が窺える。本欄では昨年 11 月 7 日の ECB によるサプライズ利下げが「通貨高に挑む ECB」との連想を市場に植え付け、日銀が経験してきたような「連想ゲーム(通貨高→デysinフレ懸念台頭→追加緩和)」に巻き込まれる契機になったと考えてきた¹が、その思いは日増しに強まるばかりである。

¹ 本欄 2013 年 11 月 11 日号『11 月 ECB 理事会について～ドラギ・プットの芽生え?～』や 2013 年 11 月 25 日号『ECB

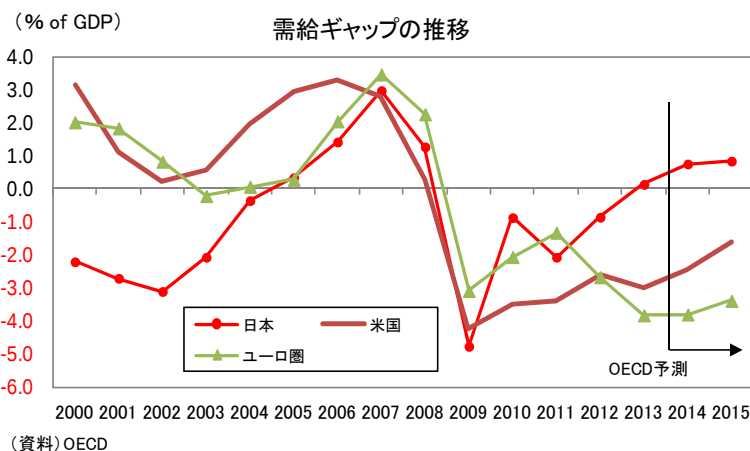
～デysinフレはユーロ高が原因なのか？～

しかし、ユーロ相場がかつてないほど高い水準まで上昇しているわけではない(図)。確かに、昨年半ば以降のユーロ相場の騰勢は一方的だが、金融危機後5年間上昇が続き、ドル/円相場が戦後最安値を更新し続けた円の経験とは比較にならない。「デ



ysinフレ傾向やデフレ懸念は全てユーロ高のせい」と考えてしまえば問題の根は浅く、実際にユーロ安が進めばヘッドラインのインフレ率は持ち上げられるため、為替に原因を求めた方が ECB としては気が楽だろう。だが、ユーロの名目実効為替相場にしても、ユーロ/ドル相場にしても歴史的な高値水準からすればまだ大分安値である。そもそもデysinフレがユーロ高によって惹き起されたものだとすると、ユーロ相場が歴史的な高値水準にあった2007～08年にユーロ圏消費者物価指数(HICP)がヘッドラインで3%弱、コアベースでも2%弱あったことはどう説明するのだろうか。

図はOECDの試算する日米欧の需給ギャップである。一瞥して分かることは、明らかにユーロ圏の出遅れ感が目立つということだろう。先週、プラート ECB 理事は需給ギャップの測定が難しいと断ったうえで「この(デフレ)ギャップが2017年より前に解消する可能性は低い(4月10日)」と述べていたが、ユーロ圏の上がらない物価の背景にはこうした構造的な問題も相応に効いていると考えるのが自然ではな



いだろうか。なお、この点に注意されたいが、日本がデysinフレに陥った背景に円高があったことは間違いない。主に輸出産業において円高によるコスト高を国内の賃金抑制で吸収しようとした結果がデysinフレ圧力となったのである。だが、日本の経験した円高は今のユーロ高とは比較にならないほど急激で、長期間に亘るものであった。

そう考えると、ユーロ圏がユーロ高を理由にデysinフレ懸念を嘆くのはまだ早いように感じられ、現段階の物価下落に関してはもう少し構造的な理由に関心を向けた方が良いように思う。この点、3月のECB理事会以降、ドラギ総裁の口からスラック(弛み)という言葉が出始め、前出のようにチーフエコノミストであるプラート理事からも言及があったことはECBの問題意識が一步深いところへ入ったことの証左と考えたい。今後はデysinフレの原因が「ユーロ高」から「スラック」にシフトし

も「連想ゲーム」に巻き込まれるのか』などをご参照下さい。

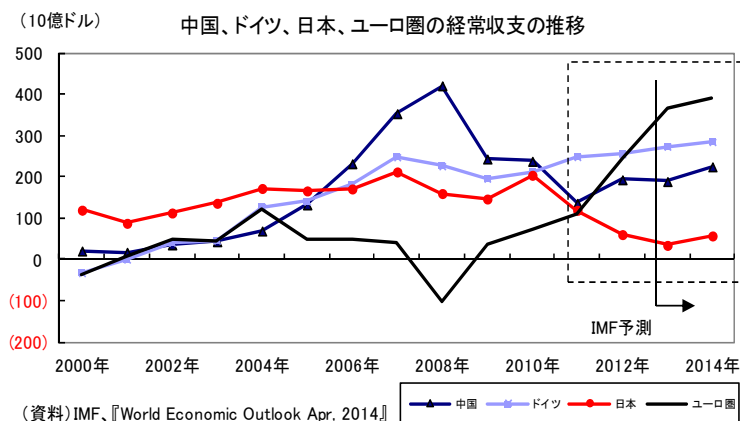
ていく可能性もあろう。

～説得力に欠けるユーロ安の必要性～

また、改めて確認することでもないが、ユーロ高牽制の目的は輸入物価下落を通じたデysinフレ圧力を緩和すること、そして域外輸出の競争力を改善することにある。前者は少なくとも市場期待をデysinフレから脱却させる手助けにはなるだろう(但し、それが必ずしも実質賃金の上昇に至り、景気を支えるとは限らないのは今の日本を見ていれば分かる)。

だが、後者についてはどうだろうか。

今月公表された IMF 世界経済見通しに拠れば、ユーロ圏全体としては経常黒字の積み上げが早いペースで続く見込みで、これはドイツもさることながらその他の加盟国の黒字蓄積も寄与する(図示されるように、ドイツの黒字蓄積ペースは緩やかだが、ユーロ圏全体のペースは明らかに早い)。IMF 予測の通りならば、ユーロ圏は今後、世界最大の経常黒字圏としての地位を圧倒的に強めていくわけで、通貨高に対して苦情を言える筋合いにはないだろう。



ECB はユーロ高について形振り構わない牽制を繰り返しているが、その本質的な必要性については対外的に説得力に欠けると言わざるを得ない。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分散化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて