みずほマーケット・トピック（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～

パリ同時多発テロを受けて、多くの市場参加者が抱く「FRB 年内利上げによりドル/円一段上昇」という年内のメインシナリオが修正されるとは現段階では考えていない。これは過去のテロからの経験則でもある。だが、テロを経て、例えばクリスマス絡みの消費・投資が抑制され、ユーロ圏 10～12 月期 GDP が芳しくない結果になる可能性などには留意したい。現状を踏まえる限り、財政的な支援は必要と見受けられる。なお、実体経済への影響はさておき、少なくとも、EU にとっては相当な試練であることは間違いない。テロを受けて、フランス及びこれに隣接するベルギーでシェンゲン協定が停止されているが、今年 9 月中旬にはドイツでも停止が見られた。EU の象徴である「人の移動」に関し、かつてない綻びが出始めているのではないか。金銭的に収束できた債務問題と異なり、難民絡みの問題はこれが通用しない。もはや既存のガバナンス体制に無理が生じているのは明白であり、緩やかながらも政治的な統合へ舵を切る必要性が増している印象。

～仏同時多発テロは ECB への更なる負荷へ～

先週 13 日、パリで起きた同時多発テロを受けて、為替市場ではユーロを手放す動きが優勢となっており、対ドルで 1.07 を割り込み、対円でも 130 円割れを窺う展開が見られている。こうした状況下、ドル/円は従前のショートポジションが巻き戻される中でじり安となっているが、「有事のドル買い」も相応に強く、大幅な下落までには至っていない。

今回のテロを受けて、多くの市場参加者が抱く「FRB 年内利上げによりドル/円一段上昇」という年内のメインシナリオが修正されるとは考えていない。これは今年 1 月の仏紙襲撃テロ、10 月末のロシア機撃墜テロなどの際に相場が大きく振れなかったことからの経験則である。しかし、今回のパリ同時多発テロがもたらした衝撃は今年目の当たりにしたテロよりも大きそうであり、今後の動静次第ではメインシナリオに影響を及ぼす可能性も否定はできない。現時点での実体経済への影響は特定が難しいが、ユーロ圏にとっては独自動車大手企業の不正や中国経済失速を背景として域内のけん引役であるドイツに陰りが見られていたところへの今回のテロであり、泣きっ面に蜂である。例えばクリスマス絡みの消費・投資が抑制されることで、ユーロ圏 10～12 月期 GDP が芳しくない結果になる可能性はあろう。結果として引き続き ECB への負荷は掛かりそうである。

～EU にとっては未曾有の試練～

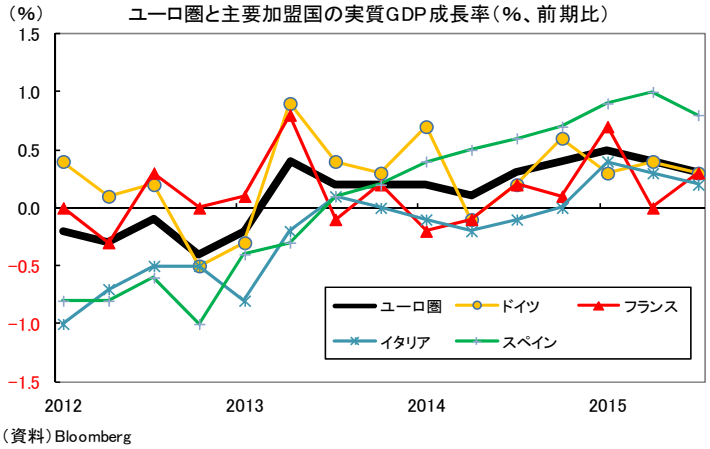
なお、実体経済への影響はさておき、少なくとも、EU にとって相当な試練であることは間違いない。テロを受けて、フランス及びフランスと国境を接するベルギーでは航空便や国境をまたぐ道路・鉄道について出入国管理が再開された。パスポートコントロール無しでの域内移動の自由化を規定するシェンゲン協定は欧州統合の象徴的な存在だが、公共の秩序や治安上の観点から必要と考えられる場合、短期的に国境管理を実施することは認められている。とはいえ、9 月中旬にもドイツ

が想定以上の難民流入を受けてシェンゲン協定の一時停止を決定している。「人の移動」を自由化することに関して、EU にかつてない綻びが出始めているように思えてならない。

今年 9 月以降、本欄[1]では難民危機に対して、これがポスト債務危機になるのではないかとの懸念を議論してきたが、今回、実行犯が難民に紛れて域内へ侵入した以上、ただでさえこじれている難民受け入れを巡る域内調整は複雑化するに違いない。難民問題を巡る着地点はもはや全く見えなくなったとさえ言える。ドイツが身銭を切れば収束した債務問題と違い、難民危機やこれに連なる仏同時多発テロは EU に本格的な政治統合(中央集権化による国境の一括管理等)の必要性を説くものだろう。債務・難民危機を経て、金融政策だけが統合され、財政やその他政治事項はバラバラという歪なガバナンス体制は持続的ではないという事実が、白日の下に晒されたと言わざるを得ない。通貨圏の瓦解を回避するためにも緩やかな政治統合は模索せざるを得ない状況だろう。

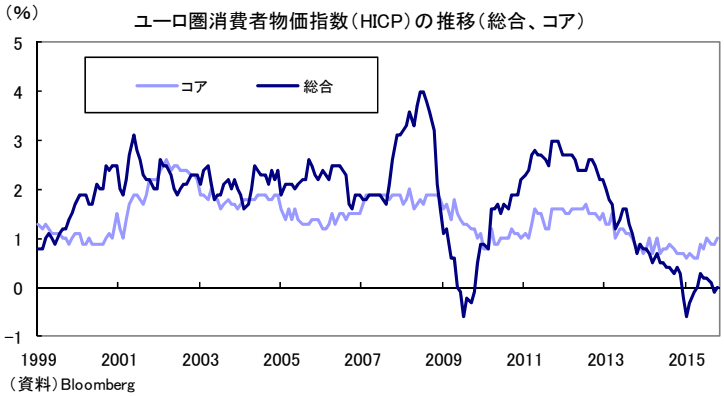
～ユーロ圏 GDP:金融政策の割に合うほどの改善は見られず～

なお、テロがあった 13 日にはユーロスタットがユーロ圏 7～9 月期 GDP(一次速報値)を公表しているが、前期比+0.3%、前年比+1.2%となり、いずれも市場予想の中心(それぞれ+0.4%、+1.7%)を下回った(以下特に断らない限り前期比とする)。ドイツは+0.4%から+0.3%へ減速した一方、懸案のフランスは+0.0%から+0.3%へ加速しているが、そのほかイタリアは+0.3%から+0.2%へ、スペインは+1.0%から+0.8%へ減速しており、4 大国のうちドイツを含む 3 か国で減速が見られている。



(資料)Bloomberg

昨年の 5 月から足許にかけてユーロは対ドルで▲20%以上、名目実効相場でも▲12%以上下落しているが、結局、実体経済への効果はそれほど華々しいものにはなっていない。この間、GDP は平均で前期比+0.3%(2014 年 4～6 月期から 2015 年 7～9 月期の 6 四半期平均)、失業率で▲0.8 ポイント(2014 年 5 月:11.6%→2015 年 9 月:10.8%)の改善を見ているが、肝心要の消費者物価指数(HICP)は 2014 年 5 月の前年比+0.5%から 2015 年 10 月は同+0.0%と冴えない。もちろん、原油価格の急落という不運に見舞われたこともあるが、コアベース(食料・タバコ・アルコール・エネルギー除く)で見ても 2014 年 5 月の前年比+0.7%から 2015 年 10 月は同+1.0%となっており、目標



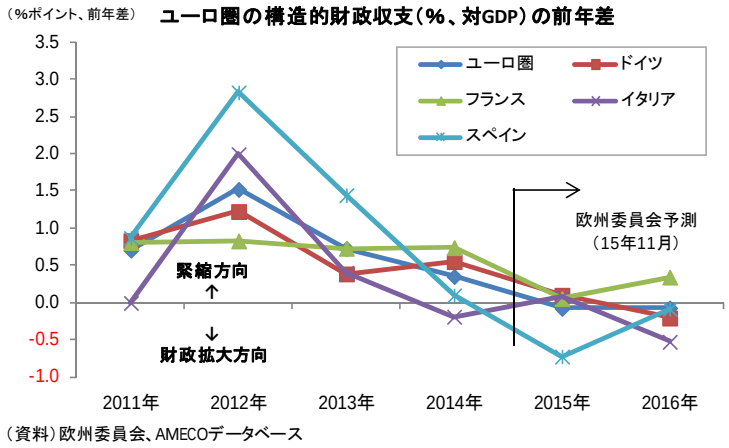
(資料)Bloomberg

[1] 例えば本欄 2015 年 9 月 14 日号『ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機』をご参照下さい。

とする「2%」とは大分乖離がある。「こうした状況でも物価は下がらなかった」との声もあろうが、この間にマイナス預金金利や量的緩和政策など、これまで禁忌としてきた手段を総動員してきたことを考えれば、決して割に合う効果が得られているとは言えない。GDP にしても確かに底打ちにしたように見えるが、そもそも 2011 年半ばから 2013 年いっぱいまで地を這うような成長が続いた後での浮揚であり、循環的な浮揚を経験しているだけという見方もできる。

～金融政策だけの下支えは困難～

少なくとも、現状に照らす限り、ユーロ圏の消費・投資をとりまくマインド環境が良いとは言えず、ECB の金融政策だけをもって事態を支え続けることは困難に思われる。ECB に残されたカードは決して多くなく、上述したように、大幅な通貨安を仕掛けても実体経済への影響は芳しいものにはなっていない。統計が示す限り、域内の緊縮ムードは峠を越えているものの、せいぜい「引き締め的ではなくなった」程度の状況に止まっている(図)。欧州委員会秋季予測を見る限り、フランスやスペインに関しては、2016 年にかけて再び緊縮方向が示唆される状況にある。度重なるアクシデントを目の当たりにしてマインドが折れ掛かっているのだとしたら、ひとまずは財政協定や安定・成長協定から逸脱を認め、財政的対応による下支えも必要な状況だろう。



(資料)欧州委員会、AMECOデータベース

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に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？～)
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～待ちくたびれる雇用回復～
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～分があるのはどちらの主張か～
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/円相場の見通し改定について【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～