

みずほマーケット・トピック(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

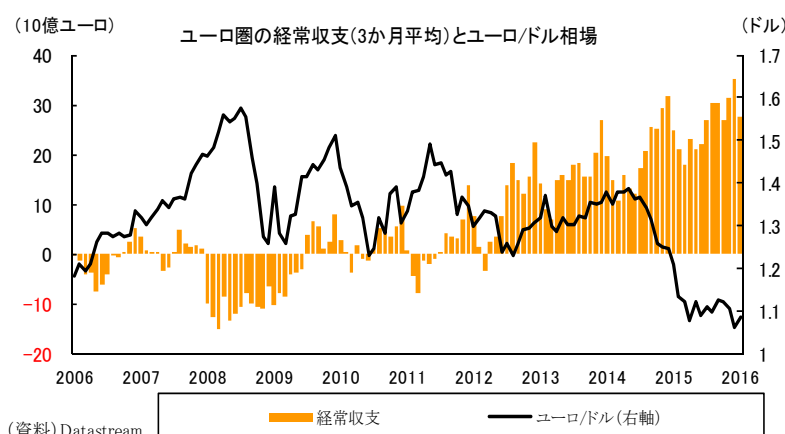
2014 年半ば以降、ユーロ/ドル相場は ECB のマイナス金利導入や FRB の正常化プロセス推進に従って急落してきたが、この間に積み上げられた経常黒字は莫大であり、2015 年通年では 3200 億ユーロ弱と過去最大を更新。これは円換算で 42 兆円弱であり、日本の経常黒字が過去最大に達した 2007 年で 25 兆円弱であったことを踏まえれば、如何に大きなものか分かる。FRB の正常化プロセスが動揺するとの前提に立てば、近年のユーロ圏を巡る対外経済部門の動きとユーロ相場の見通しの間に相応の関係性を想定することはやはり重要だろう。ユーロ/ドルの「1.15」付近は ECB が動く水準として注目されてきたが、現状では既に多くの手を尽くしてしまった感が強い。足許では「1.15」が視野に入るものの、直ぐに追加緩和を検討するのは厳しい情勢だろう。とすれば、ユーロ/ドル相場の主戦場はこれまでの「1.10～1.15」から「1.15～1.20」へシフトする可能性も。

～米利上げは、可能性が高い順に「1 回→ゼロ回→2 回」～

昨日の為替市場ではドル相場が上昇する展開。ロックハート・アトランタ連銀総裁及びウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が揃って 4 月利上げの可能性を示唆したことが材料視されている。年内利上げに関し、筆者は可能性が高い順に「1 回→ゼロ回→2 回」というイメージを抱いているため、こうした言動に違和感はない。2 年以上に亘って利上げのための対話を続けてきた FRB の立場に照らせば、「ワンショットで終了」というのは矜持が許さない部分もあろう。年初からの市場混乱が異様さを帯びていたことも踏まえれば、「それが収束したから利上げ」という理屈は如何にも展開されやすいと思われる。6 月を目途に利上げ期待が盛り上がり、それと共にドル/円相場が底堅さをみせることは想定範囲内だが、恐らくそれが通年での基調になることはないだろう。結局のところ、米国経済(及び世界経済)は連続的な利上げに耐えられず、正常化プロセスは休止に至ると予想する。

～順当に積み上がるユーロ圏経常黒字～

先週の本欄では「如何に策を弄しても、FRB のハト派化という大きな流れの前では無力」といった主張を行い、特に経常黒字国通貨であるユーロや円はその煽りを受けやすいとの旨を述べた。この点、昨日はユーロ圏 1 月経常収支が発表され、+63 億ユーロと 24 か月連続での黒字となっている。2014 年半ば以降、ユーロ/ドル相場は ECB のマイナス



金利導入やFRBの正常化プロセス推進に従って急落してきたが、この間に積み上げられた経常黒字は莫大であり(前頁図)、2015年通年は3200億ユーロ弱と過去最大を更新した。これは2015年末のユーロ/円相場130円で換算した場合、42兆円弱という水準になるが、日本の経常黒字が過去最大に達したのが円安バブルと呼ばれた2007年で25兆円弱であったことを踏まえれば、この額が如何に大きなものかは分かるだろう。2007年夏以降、その後5年に亘って超円高局面が到来した際、市場参加者がこぞってその理由として持て囃したのがこうした経常黒字の大きさやその結果としての対外純資産だったことを思い返せば、近年のユーロ圏を巡る対外経済部門の動きとユーロ相場の見通しの間に相応の関係性を想定することはやはり重要だろう。

～ユーロ/ドルの主戦場は「1.15～1.20」へシフトか？～

図はユーロの名目実効相場を見たものだが、ちょうど1年前を境として反転上昇していることが分かる。この1年間で起きたことと言えば、ECBにおいては2度に亘るマイナス金利幅の拡大、国債の月間購入額引き上げそしてターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO2)の導入などであり、比較的大きな策を矢継ぎ早に打ち込んできた。FRBにおいては言うまでもなく、9年半ぶりの利上げを



決定している。換言すれば、欧米金融政策格差が最も拡大していたのが過去1年であったが、結局、その事実はユーロ相場の押し下げに全く効かなかったことになる。「噂で売って、事実で買う」の格言通りに動いてきたとも言えるのかもしれない。しかし、これは当該政策の効果が薄いというわけではなく、あくまで先に織り込んでいるだけと考えるのがフェアだろう。実際、マイナス金利が導入される直前の2014年6月時点と比べれば、足許のユーロの名目実効相場であっても約▲8%ほど切り下がった水準にある。ECBは本来、これに満足すべきだろう。

なお、ユーロ/ドル相場で言えば、これまで「1.15」が接近するとECBが口先介入を始め、追加緩和に踏み込むという展開が見られてきたが、現状では既に多くの手を尽くしてしまった段階にある。足許では「1.15」が視野に入るものの、直ぐに追加緩和を検討するのは厳しい情勢だろう。とすれば、ユーロ/ドル相場の主戦場はこれまでの「1.10～1.15」から「1.15～1.20」へシフトする可能性も視野に入れるべきかもしれない。この点、Brexit関連の材料でユーロ相場が下押しされるようなことがあれば、ECBにとっても「不幸中の幸い」ということになりそうである。

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～悔れない、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「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～為替従属風まる日米欧中銀～
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～