

みずほマーケット・トピック(2016年4月5日)

深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念

昨日公表されたユーロ圏 2 月生産者物価指数(PPI)は前年比 ▲4.2%と予想を超える下げ幅となり、これで 31 か月連続の前年比割れに。PPI の前年比マイナスに関し、米国が 15 か月連続、日本の企業物価指数(CGPI)が 11 か月連続であることを踏まえれば、やはりユーロ圏におけるデスインフレ圧力には根強いものを感じる。実体経済の上流に位置する PPI が 3 年弱に亘って前年実績を下回り続けている姿は率直に言ってデスインフレというよりもデフレという言葉の方がしっくりくる。依然、名目実効ベースで見たユーロ相場は長期平均を下回ったままだが、仮に長期平均に収斂すると仮定した場合、ユーロ/ドルは 1.19 付近までの調整が必要なイメージ。むろん、ECB による通貨の低め誘導は予想されるが、現状は直ぐに「二の矢」が放てるような状況ではない。

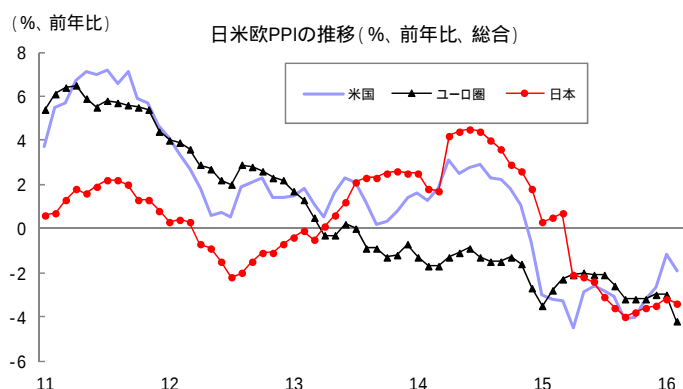
～俄かに高まる円高警戒～

昨日の為替市場でも円相場は堅調な展開。先週 1 日の米 3 月雇用統計の良好な結果にも拘わらず、ドル買いは勢いついておらず、また芳しくない日銀短観(3 月調査)を受けて日銀追加緩和観測が盛り上がっているながら円売りも勢いついていない。本日東京時間では断続的に 111 円を割り込む地合いとなってはいるが、足許の IMM 通貨先物取引における円買い持ち高が高水準に積み上がっていることを踏まえれば円安方向への反発も想定し得る。恐らく、この巻き戻し過程でどこまで戻せるかが、今年のドル/円相場の高値を決するだろう。引き続き筆者は年内 105 円割れまでを展望し、今後 1 年では 100 円割れを臨む展開も有り得ると考えている。

～根強いユーロ圏のデスインフレ圧力～

ところで昨日はユーロ圏 2 月生産者物価指数(PPI)が公表されており、前月比 ▲0.7%、前年比 ▲4.2%とそれぞれ市場予想の中心(それぞれ同 ▲0.5%、同 ▲4.0%)を超える下げ幅となった。ユーロ圏 PPI の前年比がマイナスとなるのはこれで 31 か月連続である。もちろん、足許の大きな下げに関しては原油価格の急落が効いているにせよ、PPI の前年比マイナスに関し、米国は 15 か月連続、日本

の企業物価指数(CGPI、以下は便宜上、PPI と呼ぶことにしておく)は 11 か月連続であることを踏まえれば、やはりユーロ圏におけるデスインフレ圧力には根強いものを感じざるを得ない(図)。また、直近の PPI の下落幅を見ても、ユーロ圏のマイナス幅は最も大きく、金融政策の正常化を模索して



(資料) Bloomberg, 米PPI(最終需要)は10年11月以降のみで、それに合わせている

いる米国は最も小さい。過去の本欄でも述べてきたように、こうした状況が「相対的に高めの実質金利を有するユーロ」という状況に繋がり、通貨高を正当化するのである。また、購買力平価(PPP)は二国間の物価格差を埋めるように為替相場が変動するという考え方である。言い方を変えれば、それまでに蓄積した二国間の物価格差はどこかで「低物価通貨の上昇」、「高物価通貨の下落」といった為替変動で相殺されると考えられる。これほどの長期間に亘ってユーロ圏のPPIが日米のそれよりも低い状況が続いている以上、やはりどこかでユーロの名目実効相場は上昇して然るべきということになる。なお、昨日はユーロ圏2月失業率も発表され10.3%と2011年来の低水準となったが、失業率は改善しても物価は上がらず、フィリップス曲線が水平化していく様はかつての日本を彷彿させる。そもそも実体経済の上流に位置するPPIが3年弱に亘って前年実績を下回り続けている姿は率直に言ってデスインフレというよりもデフレという言葉の方がしっくりくるだろう。

～やはり1.20付近までの上昇は必要な印象～

こうした状況下、理論的に想定される動きと整合的にユーロ/ドル相場は騰勢を強めている。しかし、依然として名目実効ベースで見たユーロ相場は長期平均を下回ったままであり、上値余地はあるように見受けられる。3月末時点の名目実効ユーロ相場は長期平均対比で▲4.4%下方乖離した状況にあるが、仮に対ドル以外の通貨に対してもユーロ相場が等しく上昇すると仮定した場合、ユーロ/ドルは1.19付近までの調整が必要になる。本欄2016年3月22日号



『ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について』では「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」との予想を述べたが、名目実効ベースに照らした「落ち着きどころ」という意味からもこの予想の蓋然性は大きそうである。むろん、1.15以上で安定する局面においてECBが坐して状況を見守るとは思えず、何らかの一手を講じてくだろう。しかし、既にドラギECB総裁がそう宣言してしまっているように、マイナス金利幅のこれ以上の拡大は難しそうであり、拡大資産購入プログラム(APP)における月間購入額も踏み込んだ拡大を行ったばかりである。直ぐに「二の矢」が放てない中で、ユーロ/ドル相場の取引レンジが押し上げられる公算は大きいと考えておきたい。

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4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
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～
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	中国版プ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、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)