

みずほマーケット・トピック(2022年7月7日)

## ユーロ相場急落の背景～ECB ハト派化より重要なこと～

ユーロ/ドル相場が約 20 年ぶりの安値をつけている。ロシアからの天然ガス供給停止という ECB が最悪シナリオとして想定してきた展開が現実味を帯びており、「果たして ECB の正常化は宣言通り進むのか」という疑念が浮上している模様。米独 2 年金利差とユーロ/ドル相場の動きを見る限り、「域内景気後退→ECB のハト派化→域内金利低下→ユーロ売り・ドル買い」という筋書きは確かにありそう。しかし、悪化シナリオでは HICP 加速が想定されており、実際にそうなると可能性が高い。HICP の抑制見通しが立たない中、軽々にハト派へ傾斜するわけにはいかないというのが台所事情ではないだろうか。筆者はここもとのユーロ急落に関しては ECB に対するハト派観測よりも遥かに重要な材料があると思っている。それはドイツ貿易黒字の消滅だ。5 月は東西ドイツ統合以来の貿易赤字を記録しており、ユーロ最大の強みであった需給環境に亀裂が入り始めている。本当に ECB の最悪シナリオが実現する場合、この赤字はさらに拡大する。その場合、パリティ割れを含め予想シナリオの修正は必要になるだろう。まずはノルドストリーム 1 経由の天然ガス供給が安定化するのかどうかを注目することになる。

### ～ECB の「悪化シナリオ」が現実味～

為替市場ではドル/円相場が高値水準のまま動意を失う一方、ユーロ/ドル相場の急落が注目を集めており、昨日は一時 1.0162 と 2002 年 12 月以来、約 20 年ぶりの安値をつけている。ユーロ圏経済最大のリスクと目されていたロシアからのエネルギー供給遮断が現実味を帯び始める中、「果たして ECB の正常化は宣言通り進むのか」という疑念が浮上していることが最大の理由と言える。

6 月に公表された ECB スタッフ見通しではメインシナリオ(baseline scenario)と悪化シナリオ(downside scenario)が提示され、後者は「2022 年 7～9 月期以降におけるロシアのユーロ圏向けエネルギー輸出の完全停止(a complete cut in Russian energy exports to the euro area starting from the third quarter of 2022)」が想定されている。結果として商品価格の騰勢とサプライチェーン混乱が引き起こされ、実質 GDP 成長率に関し、2022 年は+2.8%から+1.3%へ、2023 年は+2.1%から▲1.7%へ大幅に引き下げられることになる。片や、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は 2022 年が+6.8%から+8.0%へ、2023 年が+3.5%から+6.4%へ急騰する。悪化シナリオはスタグフレーションと言って差し支えない。

実際、5 月時点でロシアはブルガリアやポーランドへのガス供給を停止し、ドイツでも国営ガス大手ガスピロムの元ドイツ子会社ガスピロムゲルマニアがロシア側の制裁措置を受け、ドイツに天然

ECBスタッフ見通し (2022年6月)

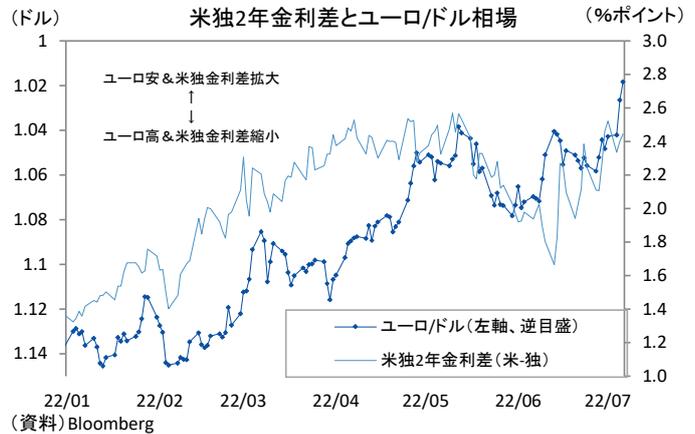
	2022年6月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	2.8	2.1	2.1	1.3	-1.7	3.0
ユーロ圏消費者物価指数(HICP)	6.8	3.5	2.1	8.0	6.4	1.9

(資料)ECB、2022年6月

ガスが入ってこない可能性が取りざたされた。6月22日には国際エネルギー機関(IEA)が「欧州はロシアのガス供給停止に備えよ」と警告を発しており、ECBの想定する最悪シナリオが現実味を帯びている感は否めない。これに合わせてECBのタカ派路線に影響が出るのかという状況にある。

### ～ECBハト派傾斜に賭ける危うさ～

ここもとのユーロ/ドル相場の急落の背景にECBのタカ派路線に対する疑念があるのは確かだろう。今月21日の政策理事会で+25bp、9月8日の政策理事会で+50bpが大方の予想だが、ここにきてロシアからのエネルギー供給不安は元よりノルウェーの石油・ガス業界のストライキが重なり、天然ガス価格が急騰、域内景気の後退シナリオも視野に入り始めている。米独2年金利差とユーロ/ドル相場の動きを見る限り(図)、「域内景気後退→ECBのハト派化→域内金利低下→ユーロ売り・ドル買い」という筋書きは確かにありそうである。



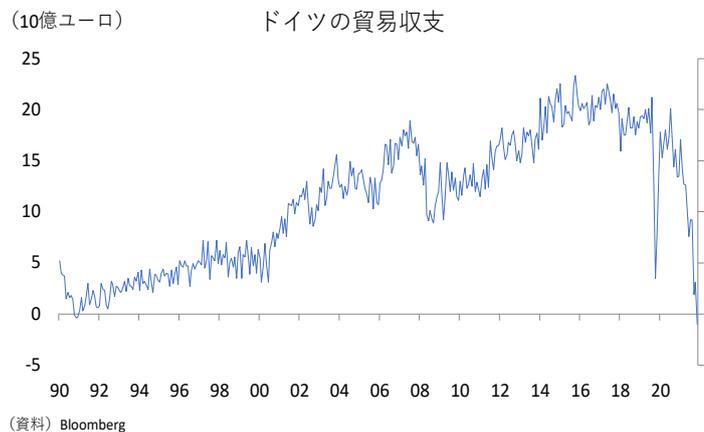
ある。しかし、悪化シナリオでHICPの加速が想定されている以上、景気の減速や後退に合わせて緩和策を検討するという可能性は現実的とは言えない。5月23日にブログという捷破りの手法で正常化への意思を表明し、6月9日の定例会合ではこれをしっかり追認した。HICPの抑制見通しが立たない中、軽々にハト派へ傾斜するわけにはいかないというのが台所事情ではないか。

また、最近の本欄では繰り返し論じているように、ECBはインフレ抑制と並行して市場分断化対応という名目で政策運営におけるハト派色を完全に消すわけにはいかない事情もある。いくら「政策波及経路を確保するため」と丁寧に説明しても荒れた市場の中では伝わりにくい。ECBの政策運営は景気後退、インフレ高進、市場分断化という3つの課題を追う羽目になっている。これもまたECBのタカ派色が市場に浸透しづらい一因になっているように感じる。

### ～ユーロ急落、本当に重要な材料～

しかし、筆者はここもとのユーロ急落に関してはECBに対するハト派観測よりも遥かに重要な材料があると思っている。それはドイツ貿易黒字の消滅である。景気が悪くとも、金利が低くとも、政治情勢が流動的でも、ユーロ相場にある程度強気の前足を筆者が提示できていた背景は「世界最大の経常(貿易)黒字」という盤石の需給環境があるからだ。

だが、図示されるように、2021年中頃からドイツの貿易黒字は減少が始まり、その動きは2022年に入り加速、今週4日に発表された5月分は▲10億ユーロと遂に東西ドイツ統合の余波を引きずっ



ていた 1991 年 6 月以来、約 31 年ぶりの赤字に転落している。なお、赤字額としては統計開始以来最大であり、仮に上述の ECB が示す最悪シナリオが実現すればさらに拡大するはずである。過去のパターンに照らせば、ユーロ圏全体が窮地立っても、その影響でユーロ相場が下落すればドイツの対外競争力が押し上げられ貿易黒字が増えるという需給面での必勝パターンがあった。ユーロ圏の崩壊まで囁かれた欧州債務危機においてパリティ割れが実現しなかった理由の 1 つがそうした需給環境にあったと筆者は考えている。しかし、今回は輸出面に関して言えば世界的な景気減速を背景に需要が細まっているところに供給制約で稼働率が思うように上がらないという足枷がある。一方、輸入面に関して言えば、脱炭素やウクライナ危機に伴う資源価格の高騰で押し上げられやすいという事情がある(脱炭素はドイツを含め欧州の自業自得という部分も相当にあるが)。

かかる状況下、ユーロ圏の需給環境がドイツ貿易黒字の復活と共に早晚復活するというのは想像が難しい状況と言わざるを得ない。『中期為替相場見通し』ではドイツ貿易赤字の常態化まで事態が進展することは織り込んでおらず、本当にロシアからの天然ガス供給が本格的に停止するのであればパリティやその先の展開まで視野に入れる必要は確かに出てくると考えたい。その意味で、まずはノルドストリーム 1 を通じたドイツへの天然ガス供給が安定的に再開されるのかどうかを見極める必要がある。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～))
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレイクが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版