

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 19 日)

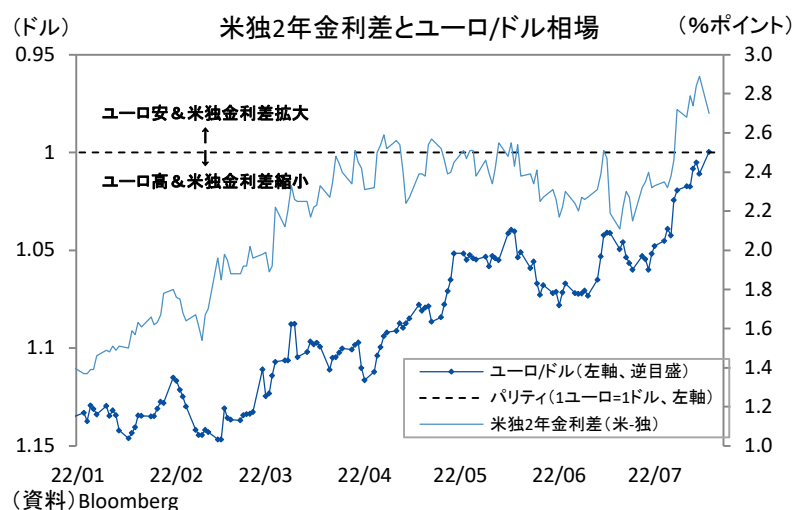
パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～

ユーロ/ドル相場のパリティ割れについて改めて背景を整理。金利・需給の両面から解説が可能であり、筆者は後者が重要考えるが、目先筋にとっては前者がユーロ売りに着手する分かりやすい契機になっているのも確か。だが、欧米金利差の拡大という論点は従前からあったもので今に始まったものではない。今回のユーロ下落はドイツの貿易黒字消滅という事実に乗っている。歴史を振り返れば安定的にパリティ割れだった局面はユーロ発足直後の 2000～2002 年のみ。ここからどのようにしてユーロは反転したのか。振り返ると、2001～2004 年というのは欧米金利差が徐々に縮小し(遂には逆転し)、ドイツが世界最大の貿易黒字大国として台頭し始めた時期と一致していた。金利、需給の両面からユーロ相場が見直されるタイミングだったとも言える。耳目を集めやすい金利環境はもちろん重要だが、貿易黒字の復調も重要。それは結局、対ロシア外交次第という苦しい状況。当面はノルド 1 の再稼働がシナリオの分岐点になる。

～パリティ割れの背景～

7 月 13 日、ユーロ/ドル相場が 2002 年 11 月以来のパリティ(1 ユーロ=1 ドル)を割り込んだことで、この動きの持続性を問われることが増えている。ユーロ下落の理由は金利、需給の両面から解説が可能であり、筆者は後者の需給にかかわる論点こそ決定打だと思っているが、目先筋にとっては前者がユーロ売りに着手する分かりやすい契機になっているのも間違いないだろう。

まず、金利に関して現状を整理すると、パリティ割れを起こした 7 月 13 日は米 6 月消費者物価指数(CPI)が想定外に加速し、次回 FOMC の利上げ期待に関し、75bps から 100bps へ拡大した時期と重なっている。単純に「欧米金利差拡大でユーロ売り」との思惑もあったと言える。また、米金利上昇のみならず域内金利低下を促す材料もあった。7 月 11 日にはドイツ経済にとってのライフラインの 1 つで、ロシアとドイツを

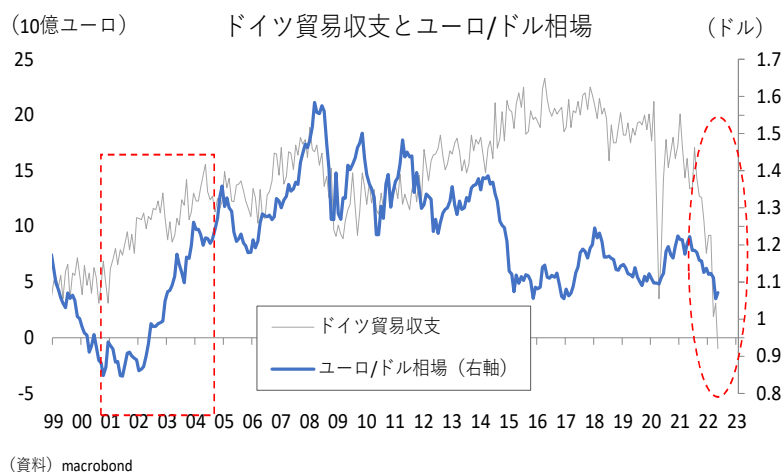


結ぶ「ノルドストリーム 1」が定期検査に入っていることが報じられ、これに伴い「もう稼働しないのでは」との懸念が色濃くなった。そうなれば割高な資源購入を強いられるユーロ圏経済の後退リスクは高まり、ECB のタカ派姿勢にも疑義が生じる。実際、このニュースを受け域内金利は低下し、これも欧米金利差拡大を招いていた。内外金利情勢がパリティ割れの契機になった印象は確かにある。

～軽視できない貿易収支～

もっとも、欧米金利差の拡大という論点は従前からあったもので、今に始まったものではない。過去1年を通じてECBがFRBに対して正常化プロセスで先行していたことはなく、「米国＞ユーロ圏」という相対関係は基本的に続いていた。それでもユーロ相場の大崩れが避けられていたのは世界最大の経常(貿易)黒字という盤石の需給環境があったからではないかと筆者は考える。しかし、既報の通り、ドイツ5月貿易収支は資源高の煽りを受け1991年6月以来の赤字に転落している。

図示される通り、ユーロ/ドル相場が安定的にパリティ割れだった局面はユーロ発足直後の2000～2002年のみだ。発足以前から最適通貨圏(OCA)の条件を満たしておらず互解疑念が強かったユーロに対し為替市場の評価は容赦ないものであった。このユーロ相場が上昇に転じた背景は1つではないが、「欧州の病人」と呼ばれたドイツ経済に復調の兆しが見られ¹、貿易黒字も際立った増加基調に入っていた事実は指摘できる(図中、点線四角部分)。



片や、今回のユーロ下落はドイツの貿易黒字消滅という事実に重なっている(図中、点線丸部分)。結局、ロシアからドイツを筆頭とするEUへの天然ガス供給が途絶すると、割高なスポット価格でLNG購入を強いられ、域内の需給環境は貿易黒字縮小ないし赤字転落に傾斜しやすくなる。それ自体は明らかにユーロ安の理由となるわけだが、ユーロ安それ自体も輸入を押し上げ赤字を拡げることになる。結局、政治的に天然ガスの安定調達に目途を付けなければこの悪循環が続かかねない。なお、この構図は円安問題を抱えた日本も同様である。ドイツも日本も、まずは原発再稼働に対するアレルギー反応を一時的にでも棚上げする展開しかないように見える。

もっとも、ユーロ圏はECBが景気後退の負い目を感じつつユーロ安抑止のために利上げを決め込んでおり、この点は日銀が緩和路線を堅持する日本とは決定的に異なる。

～歴史に学ぶ、ユーロ反転の背景～

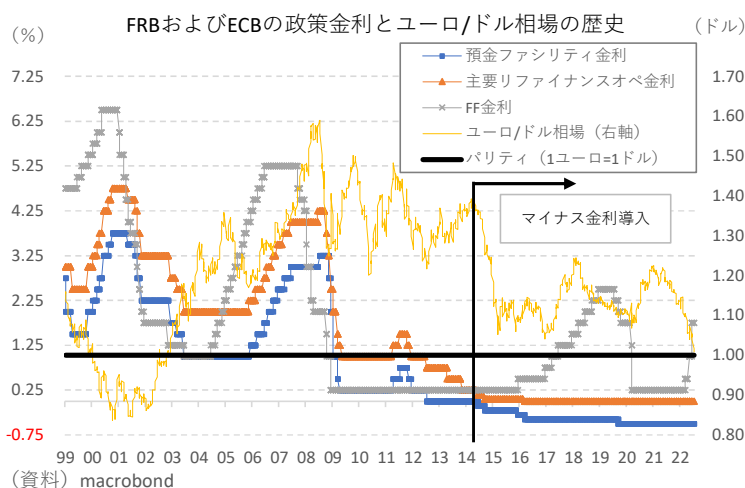
上述した通り、ユーロ/ドル相場のパリティ割れが常態化していたのは2000～2002年のみだ。これはユーロの存続可能性自体に疑義を持つ向きが主導した局面であり、発足直後から域内崩壊という切迫感があった。そうした理由だったからこそ2000年9月には日米欧の協調ユーロ買い介入という下支えが行われた。以後、協調介入は2011年3月、東日本大震災下の超円高で行われた円売り介入が最後となる。しかし、協調ユーロ買い介入を受けてもユーロ安は収束せず、2000年10月26日には一時0.8252と今日に至るまでの史上最安値を記録している。仮に、ノルドストリーム1が再稼働しないという話になれば、当面の安値としてこの水準を指摘する向きも出てくるだろう。

¹ 2003年12月のThe Economist誌は当時のドイツ経済を「Sick man walking (歩く欧州の病人)」と表現した。その後、2004年11月に「Germany on the mend (快方に向かう欧州の病人)」、2007年7月に「Sick man no more (もはや病人ではない)」と順調にドイツ経済が復活する様子を形容している。

右図はユーロ/ドル相場と ECB およびFRB の政策金利の歴史を振り返った図である。なお、2014 年 6 月に預金ファシリティ金利に関しマイナス金利が導入されるまで ECB の政策金利と言えば主要リファイナンスオペ金利を指すことが多かった。そのため、ここでの ECB の政策金利は 2 本示している。2000～2001 年は ECB がユーロ安經由のインフレ高進を恐れて利上げに転じていた時期であったが、米国でも顕著な利上げが実施されており、金利差は縮まらず、通貨圏への存続懸念もあってユーロは下がり続けた。

しかし、その後、IT バブル崩壊を受けて FRB が大幅利下げを敢行する中、欧米金利差は 2001～2004 年にかけて逆転する局面に入る。上述したように、この時代はドイツが「欧州の病人」から復活しようとする時期（≡ドイツの貿易黒字が増加し始めた時期）でもあったが、域外を見渡せば米国経済が IT バブル崩壊や同時多発テロで挫折を迎えるタイミングであったことも指摘できる。要するに、ユーロ/ドル相場がパリティ割れから脱却しようとしていた 2001～2004 年というのは欧米金利差が顕著に縮小し（遂には逆転し）、ドイツが世界最大の貿易黒字大国として台頭し始めた時期と一致していた。金利、需給の両面からユーロ相場が見直されるタイミングだったとも言える。

現状はその真逆である。恐らく今後は ECB も利上げで FRB を追いかけることになるが、金利「差」という意味では顕著に縮まりそうにない。まして、2000 年代前半と比較して「本当に利上げして大丈夫なのか」という疑念が生じるほど域内経済は脆弱であり、FRB のように「50bp が駄目なら 75bp」と軽々にアクセルを踏めないだろう。なお、当時のユーロ圏経済は 2002 年のユーロ紙幣・貨幣の流通を上手く乗り切った辺りからユーロへの「疑念」が「楽観」に切り替わる状況にあったことも見逃せない。その頃は「ユーロフォリア（※ユーロ と「高揚感」を指す euphoria を合わせて作った造語）」と囃し立てるムードが充満し、ドイツとギリシャの長期金利が同じという異様な状況も出現していた。「第二の基軸通貨はユーロ」という壮大な思惑の下、南欧経済が分不相応な過熱を経験する中でユーロにも買いが入りやすかった。今回はそうしたナラティブな思惑は入りにくく、地力で金利と需給面からユーロ買いの材料を復元していかなければならないという難しさがある。まずは今週 21 日に再稼働予定とされるノルドストリーム 1 が今後のシナリオを検討する上での分岐点になる。



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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケーブゴートにされる可能性～)
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～
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」のプレーキが重要～)
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～株価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～ルーブルにも負ける円～
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デフレー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