

みずほマーケット・トピック(2022年8月10日)

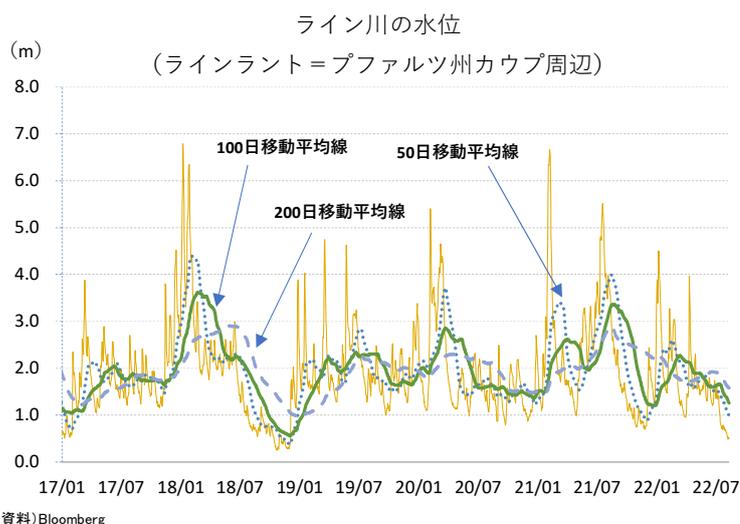
独ライン川の水位低下とユーロ安リスク

「欧州の大動脈」であるライン川の水位が猛暑による渇水で低下し、今後、船舶の航行不能となる水準付近まで低下すると見通しが出ている。スイス、ドイツ、オランダを貫くライン川は燃料（石炭や鉄鉱石など）、化学製品、自動車部品など重要な交易財を運ぶ役割を果たす。水位は既に航行不能と見られる水準に迫っている。例年秋口にかけてさらに水位低下が見込まれることを踏まえると、ライン川が航行不能になりエネルギーに関する供給制約が強まるというリスクシナリオは否めないものがある。ドイツ経済は今以上に価格・量の両面から厳しいエネルギー危機に直面しそう。諸条件に鑑みれば、ドイツの原発再稼働はもはや不可避にも。また、既に赤字転落寸前まで追い込まれているドイツの経常収支への影響も注目され、ひいてはユーロ相場を押し下げる展開も視野に入る。ユーロ相場の押し下げは輸入物価上振れを通じてインフレ高進を招く。ECBは苦渋の決断ながらも経済を犠牲にして引き締めに動かしむしかないとされる。

～「欧州の大動脈」が停止の危機～

ウクライナ危機を受けてロシアとの関係が悪化し、ユーロ圏が深刻なエネルギー危機に見舞われていることは周知の通りである。もはやインフレ高進は「コストプッシュなので一時的」という状況を通り越して ECB の政策運営にもはっきりと修正を強いており、他国・地域に比べてもエネルギー危機はユーロ圏の経済・金融情勢に強い制約を与えている。これは欧州委員会や ECB が「ロシアからのエネルギー供給が途絶えた場合」を念頭に別の予測シナリオを用意していることにも現れる。

しかし、ここにきてさらに域内のエネルギー事情を悪化させる材料が浮上している。それはライン川の水位低下だ。ドイツ海上輸送の要であるライン川の水位は猛暑による渇水で低下し、今後、船舶の航行不能となる水準付近まで低下すると見通しが出ている。ドイツ、いや欧州にとってライン川の重要性は言うまでもない。スイス山岳地帯から始まり、ドイツの主要都市を従え、最終的には欧州最大の港湾都市ロッテルダム(オランダ)まで繋が



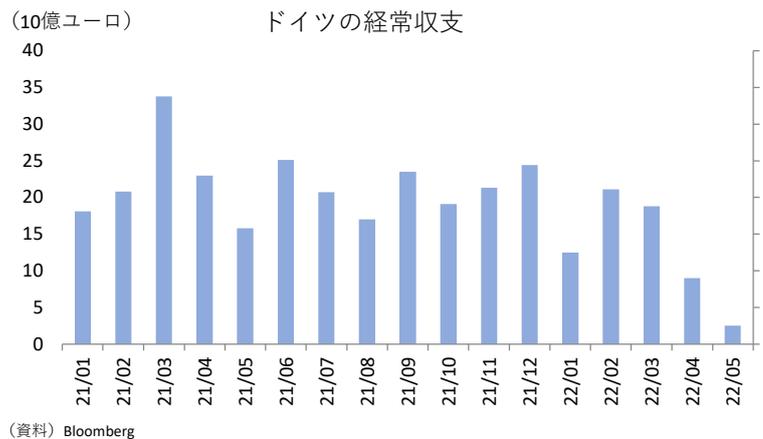
り、最後は外洋(北海)へ注ぐライン川は燃料(石炭や鉄鉱石など)、化学製品、自動車部品など重要な交易財を運ぶ役割を果たしている。陸上輸送に比べて大量の運搬を可能にするルートであり、文字通り「欧州の大動脈」と形容される河川である。その使用が危ぶまれつつある。

8月10日時点でドイツ西部の都市でライン川中流に位置するカウプ周辺の水位は50cm付近まで低下している(前頁図)。現状でも積載量に制限の出る水準とされ、40cmになると航行不能とされる。過去のデータを見る限り、秋口(9~10月)にかけて水位は低下する季節性があるため、ライン川が航行不能になりエネルギーに関する供給制約が強まるという展開は十分想定される。例えば石炭の多くはロッテルダム経由でドイツに海上輸送されている。既報の通りだが、ロシアから天然ガス供給が絞られるためドイツは脱炭素方針を棚上げして石炭火力発電に傾斜しつつあるが、石炭が入手できなければこれも難しくなる。結果、電力不足を通じてドイツ経済の足枷となる。避けるためには割高なスポット価格で天然ガスを買いつけるしかない。ただでさえ厳しいと目される冬場のエネルギー事情にかなり不安が強まる。もちろん、エネルギー関係だけではなく、製造と納品の遅れが顕著になっている自動車などに関しても状況悪化が想定される。

なお、ライン川の渇水は酷暑の結果と言われるが、酷暑は気候変動の結果と評価されている。その気候変動にアプローチするために脱炭素を進めてきたはずだが、それも上述したように実質的には破綻しつつある。本当に脱炭素方針を守りながらエネルギー危機を打開したいのであれば、今やドイツ国民の8割が支持すると言われる原発再稼働しか道は無いように見える。

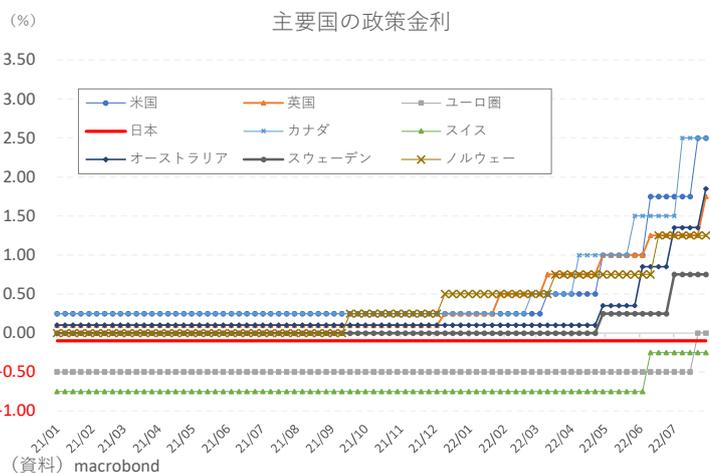
～ドイツ経常赤字転落とユーロ安～

ユーロ相場への影響も無視できない。上述した通り、ライン川はロシアからのエネルギー供給減少を補うルートの一つとして位置づけられている。裏を返せば、そのルートが封じられた分はロシアからのエネルギー供給に依存する余地が生じるということでもある。ドイツの5月貿易収支は31年ぶりの赤字に転落しているが、必然的に経常黒字も大幅に目減りしており、既にこちらも赤字転落寸前まで追い



込まれている(図)。割高なスポット価格でのロシアからのエネルギー輸入が現状以上に拡大すれば、当然貿易赤字は拡大するし、いよいよ経常収支も赤字になり得る。

月次ベースで振り返った場合、ドイツの経常収支が赤字だったのは「欧州の病人」と呼ばれた状況から復活しようとしていた2003年1月、19年以上前の話となる。エネルギーにまつわる供給制約悪化はドイツ経済の低迷ひいてはユーロ圏経済の低迷に直結する。結果的にECBのタカ派路線に対する猜疑心を生



み、円以外の通貨に対して金利水準で劣るユーロ相場は売り圧力に晒される懸念が強まる(前頁図)。過去の本欄では繰り返し論じてきたように「金利が低いとはいえ、ドイツひいてはユーロ圏は世界最大の経常・貿易黒字を誇っている」という強固な需給がユーロ相場の底割れを防いできた経緯もあった。その需給環境がウクライナ危機で揺らいでいるのがユーロ相場の近況であったが、ここにきて浮上しているライン川の水位低下は追い打ちをかける悪材料と整理できる。

さらに悪いことに想定外のユーロ安が進めば、輸入物価の上昇を通じてやはりインフレが上振れしやすくなる。結局、ECB は景気後退を覚悟しても利上げを筆頭とする引き締め措置に勤しむしかないように見える。筆者は遅れて正常化するユーロは途中で正常化が停まるドルに対して買われやすくなると考えてきたが、それはあくまで巨大な経常・貿易黒字の存在を前提としたものだった。その前提が大きく崩れる以上、ユーロ相場の見通しは切り下げも視野に点検したいと思う。

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8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリエーションの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
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～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
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～日銀がスクープ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プ化構想～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(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ないか？～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ムリスクになるのか？
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