

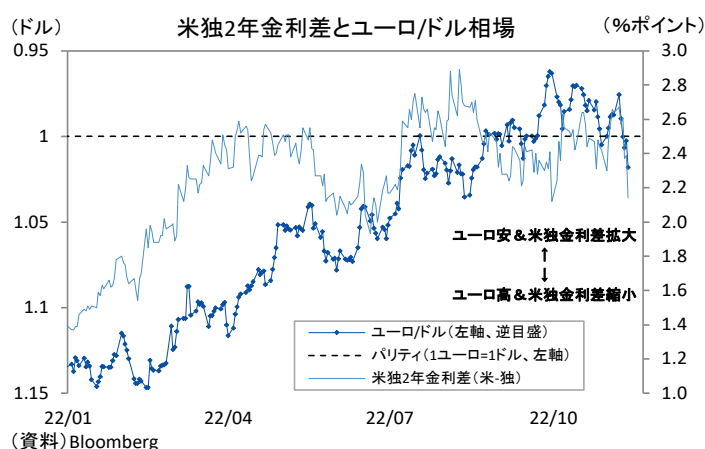
みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 14 日)

ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～

最近のユーロ相場堅調は欧米金利差の挙動と整合的な動き。米 10 月消費者物価指数(CPI)の失速を契機に米金利が押し下げられる一方、ユーロ圏にはこれといったインフレ抑制に関する情報が見出せない。当然、この格差は双方の金融政策格差、端的には金利差として現れる。政策金利に関する織り込みを見ると、23 年 6 月までの利上げ織り込みについて FRB は 5% 付近に到達、ECB は 3% 付近に到達となっている。僅かずつではあるが、ECB の FRB に対する劣後が小さくなっていくイメージは確かにあるが、さほど大きな動きとも言えない。また、経済の失速感明らかにユーロ圏の方が大きく、スタグフレーションが懸念される中で「金利が高いから」という理由だけでユーロが買われ続けることが可能なのか。むしろ、燃料価格の落ち着きに伴って今は赤字化している経常収支が改善してくる展開に期待がかかるように思える。欧州が直面しているエネルギー危機に薄日が差し込むかどうかは今後 3～6 か月の注目点ではないか。

～心許ない金利要因でユーロ買い～

最近のユーロ相場堅調は欧米金利差の挙動と整合的な動きではある(図)。おりしも米 10 月消費者物価指数(CPI)の失速を契機に米金利が押し下げられる一方、ユーロ圏にはこれといったインフレ抑制に関する情報が見出せない。当然、この格差は双方の金融政策格差、端的には金利差として現れる。もっとも、ユーロ圏は払しょくできないインフレ懸念がそのままスタグフレーション懸念として居残っている状況でもあり、素直に金利高を通貨買い要因として処理すべきなのかどうかは疑問がある(図)。また、仮に金利水準の高低だけで議論をするにしても、ドルのユーロに対する優勢はどこまで続くのか。過去 1 年を振り返っても、ECB の政策運営は FRB のそれ以上に朝令暮改を繰り返している。FRB が利上げ幅を縮小させるタイミングで ECB も同じ挙動に至っている可能性は否めないだろう。「金利要因でユーロ買い」はやや心許ないというのが筆者の率直な基本認識である。

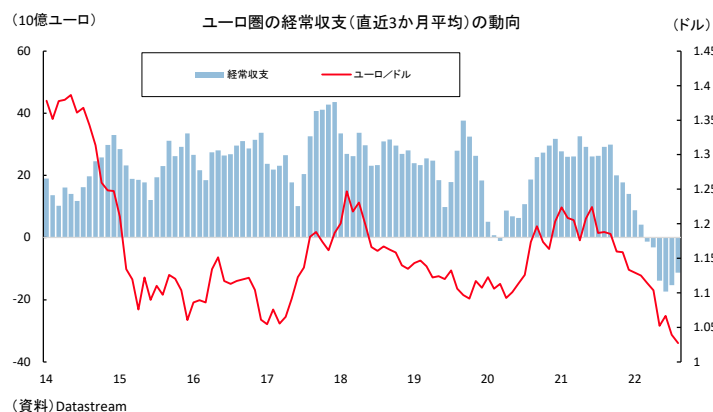


況でもあり、素直に金利高を通貨買い要因として処理すべきなのかどうかは疑問がある(図)。また、仮に金利水準の高低だけで議論をするにしても、ドルのユーロに対する優勢はどこまで続くのか。過去 1 年を振り返っても、ECB の政策運営は FRB のそれ以上に朝令暮改を繰り返している。FRB が利上げ幅を縮小させるタイミングで ECB も同じ挙動に至っている可能性は否めないだろう。「金利要因でユーロ買い」はやや心許ないというのが筆者の率直な基本認識である。

～強みだった需給環境が足枷に～

金利要因が追い風である一方、需給要因は逆風である。資源価格はピークアウトが見られるものの、依然として高止まりしており、また世界経済が減速局面にある中ではもともと外需依存度が高い

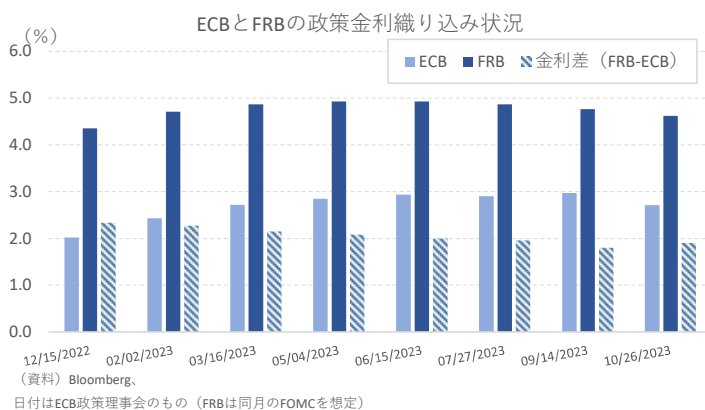
ユーロ圏経済は下押し圧力が強まりやすい。市場では話題になりにくいがユーロ圏全体の経常収支は刻一刻と悪化しており、ユーロ相場の軟化と平仄が合う。周知の通り、ユーロ圏の経常収支は2017～2021年の5年平均で金額としては+3600億ドル(140円換算で約50兆円)、GDP比率で見れば+2.5～3.0%ほどの黒字を継続してきた。GDP比はともかく、金額としては他の追随を許さず世界最大であり、これがユーロ相場が大崩れしない真つ当な理由として指摘できる環境にあった。



なお、欧州債務危機が本格化する2009年以前、ユーロ圏の経常収支はほぼ均衡状態にあり、断続的な赤字も珍しくなかった。その中でもユーロ相場が急騰した時代はあった。しかし、欧州債務危機が起きるまでのユーロは「第二の基軸通貨」というナラティブな期待が先行し、世界の外貨準備に占める割合が30%弱もあった(これは現在と比較して10%ポイント近くも高い)。需給環境の支えが無くても、市場期待で十分支えられる環境にあったと言える。しかし、そうした期待が存在しない現状においては金利や需給といった説得的な材料が必要なのだと考えられる。その意味で経常赤字が慢性化(かつ巨大化)している状況下、ユーロ相場には足枷が嵌められていると言える。

～金利差はさほど縮まらず。期待は春以降の需給改善～

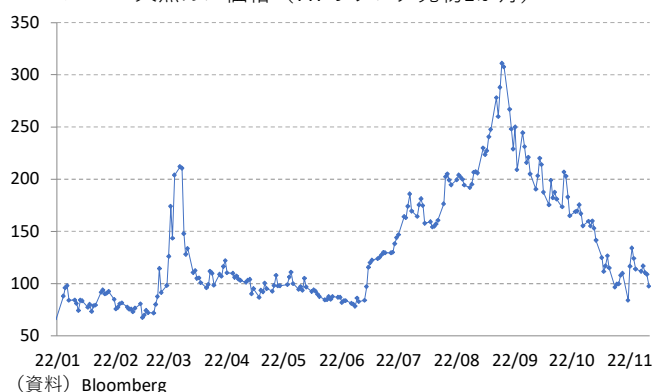
金利についてもう少し議論を進めておくと、2023年6月までの利上げ織り込みに関し、FRBは5%付近に到達、ECBは3%付近に到達というのが現時点の金融市場の見通しである。右図に示すように、僅かずつではあるが、ECBのFRBに対する劣後が小さくなっていくイメージは確かにある。しかし、それほど大きな動きとも言えない。足許のインフレ情勢を見る限り、「FRBの利上げ停止後にECBが利上げ継続」という可能性はかなり残るため、この織り込み以上にユーロがドルに対して金利差を詰めてくる可能性はある。もっとも、その逆も十分あり得る。今は米国のインフレピークアウトが旬な材料と見なされているため、ユーロ圏の高物価・高金利が評価されやすいが、実体経済の失速感は明らかにユーロ圏の方が大きい。繰り返しになるが「金利が高いから」という理由だけでユーロが買われ続けることに持続可能性があるのか疑問は残る。



むしろ、今後のユーロが買われてくるとすれば需給面での見直しが入る時ではないか。今年、欧州は例年になく暖冬で(ドイツでは半袖の地域もあるくらいである)燃料価格にまつわる混乱が抑制される可能性が指摘され始めている。次頁図に示すように天然ガス価格は夏の急騰以前の水準に

回帰しており、ロシアのウクライナ侵攻以前の水準が目前に迫っている。このまま春を迎えることができれば、節電効果も相まって値崩れが始まっている天然ガス価格などもさらに低位安定する可能性がある(図)。そうなればドイツの貿易収支を起点としてユーロ圏全体の経常収支も黒字を還元してくることが予想され、ユーロを再評価する流れにも繋がるだろう。『中期為替相場見通し』では金利よりも需給を見直す格好でユーロに買いが戻

(ユーロ/MWh) 天然ガス価格 (TTFオランダ先物1か月)



ってくる展開を 2023 年春以降に想定している。なお、政治面ではショルツ独首相の突然の訪中(とハンブルク港運営に関する中国への株式売却)が同国で波紋を呼んでおり、これがロシアの対ドイツ(ひいては対 EU)のエネルギー政策が変わる兆候なのではないかという憶測も飛び交い始めている。既に破損してしまったノルドストリームは直ぐに使えないとしても、欧州が直面しているエネルギー危機に薄日が差し込むかどうかは今後 3~6 か月の注目点であろう。

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11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の巡流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンタメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニー新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本場にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
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	パリティ割れの背景整理～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(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～