

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 26 日)

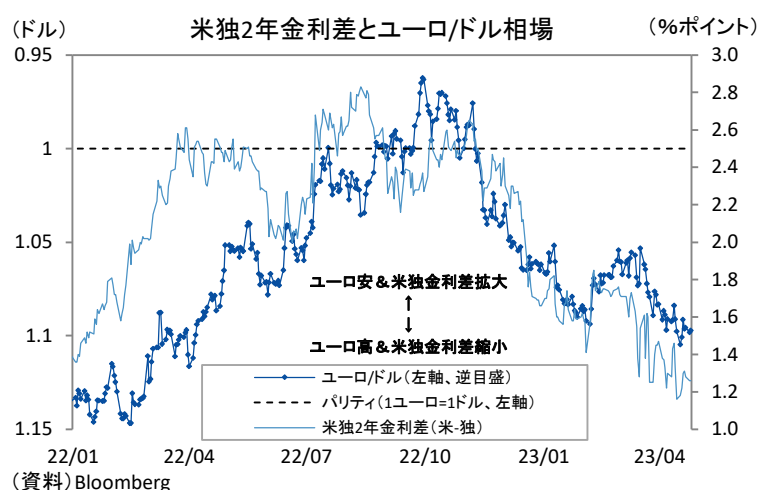
## ユーロ/円相場、8 年 4 か月ぶり高値の背景整理

ユーロが対円で一時 1 ユーロ=148 円台後半と 2014 年 12 月以来およそ 8 年 4 か月ぶりの高値を付けた。『中期為替相場見通し』では年内 150 円突破を元々想定しており、シナリオ通りである。8 年以上ぶりの高値を抜けたことで、改めて背景整理をしたい。巷説ではユーロ圏金利の先高観と円金利の先安観のコントラストが出たという解説が多いが、実態はそれだけとは言えない。確かに、ECB が「相対的なタカ派」としてのポジションに居残り、これが金利面からユーロ相場を押し上げるという流れはこれまでも論じてきた展開だ。しかし、需給環境の改善も見逃せない。昨年末以降、ドイツ貿易収支は著しく黒字方向へ切り返しており、ユーロ相場もこれに呼応している。暖冬とこれに伴う天然ガス価格下落の恩恵である。実際のところ、ECB がタカ派路線を継続できるのも暖冬を受けて天然ガス価格が下落し、実質所得環境が改善したという理由がある。結局、天候要因であり、天然ガス価格次第というユーロ圏の脆弱性は変わっていない。対円での続伸は金利・需給面のコントラストを踏まえれば十分腹落ちするものだろう。

### ～ユーロ/円、8 年 4 か月ぶり高値の背景～

25 日の東京外国為替市場ではユーロが対円で一時 1 ユーロ=148 円台後半と 2014 年 12 月以来およそ 8 年 4 か月ぶりの高値を付ける動きが報じられた。翌 26 日には反落しているものの、8 年以上ぶりの高値を抜けたことで、改めて背景整理をしておきたい。なお、昨年来の『中期為替相場見通し』では年内 150 円突破を元々想定しており、足許の展開に意外感はない。

巷説ではユーロ圏金利の先高観と円金利の先安観のコントラストが出たという解説が多いが、実態はそれだけとは言えない。確かに、ユーロの対円相場は「FRB よりも利上げが長引きそうなる ECB」と「新体制でも緩和を続けるであろう日銀」という対比が強く意識され、8 年以上ぶりの高値をつけた面もあるだろう。しかし、ユーロ相場の堅調は対ドルでも同様であり、年初来高値圏の 1.10 付近で推移している。為替



市場全体において、ECB が他中銀に比べ「相対的なタカ派」としてのポジションに居残り、これが金利面からユーロ相場を押し上げるという流れは年初来の『中期為替相場見通し』で強調してきた展開だ。事実、ユーロ/ドル相場は欧米金利差の動きに依存する部分が非常に大きく(図)、昨秋以来のユーロ高・ドル安を金利面から理解しようという立場はよくわかる。新体制でも緩和継続がコン

セサスになっている日本の円に対し、ユーロが強含むことも金利面から必然の帰結と言える。

### ～ユーロ堅調を支える域内需給～

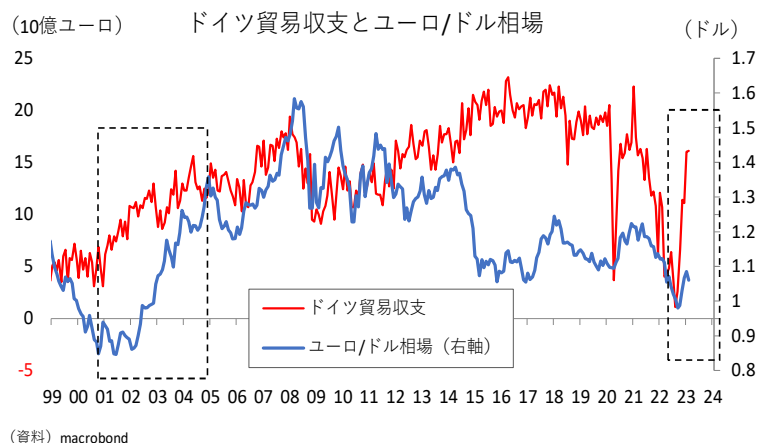
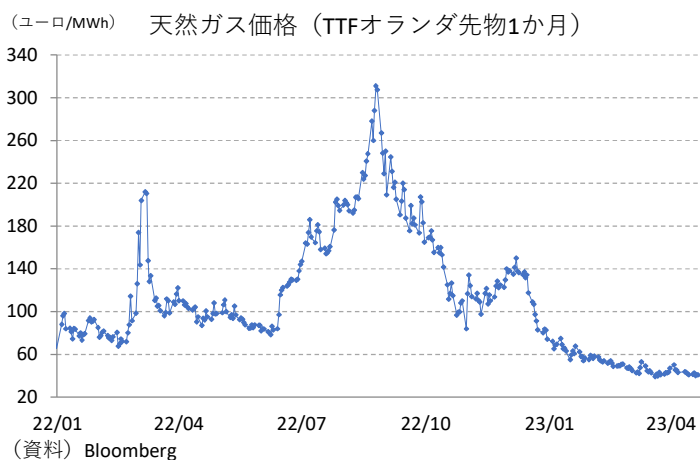
しかし、ユーロ相場の追い風は金利だけではなく、需給環境の改善も見逃せない。暖冬による天然ガス価格下落を背景にユーロ圏の需給環境が著しく改善に向かっているという点はやはり重要である。上述したように、ECBが「相対的なタカ派」としての立ち位置を維持し、金利の方向感が評価される状況にあるのも、マイナス成長確実と言われていた昨年 10～12 月期が暖冬によって予想以上に底堅く推移できたためだ。

それも突き詰めれば天然ガス価格下落に起因する実質的な所得環境の改善が景気を支えたのである。金利も需給も気候要因でユーロ売りがユーロ買いに転じる方向へ風が変わったというのが足許の堅調の最も本質的理由だろう。なお、天然ガス価格に関して言えば、パンデミック以前は 10～25ドル/MWh だったので、現在の水準(40ドル前後)はそれでも正常化したとは言えない。

天然ガス価格下落の需給環境への影響はドイツ貿易収支とユーロ/ドル相場の図を一瞥すればよくわかる。ちょうど 1 年ほど前から始まっていたユーロ相場下落は昨年 9 月下旬にはパリティ(1 ユーロ=1 ドル)割れの常態化に行き着いた。この時期、既に ECB は +75bp の利上げに着手していたが、こうした金利面の動きは評価されず、ドイツの貿易黒字消滅に象徴される需給環境に振らされた結果だったと言える(図中、点線四角部分)。

当時、ロシアからドイツを筆頭とする EU への天然ガス供給が細り、割高なスポット価格で LNG 購入を強いられる状況にあった(今もその構図は変わっていないがスポット価格は下がっている)。結果、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だが、ユーロ安それ自体も輸入を押し上げ赤字を拡げていた。昨年 4～5 月、世界最大を誇ったドイツの貿易黒字はその殆どが消滅し、昨年 5 月分について言えば、速報ベースでは赤字という見出しも踊った(その後、確報で小幅黒字に修正されている)。しかし、図示されるように、昨年末以降、ドイツ貿易収支は著しく黒字方向へ切り返しており、ユーロ相場もこれに呼応しているように見受けられる。

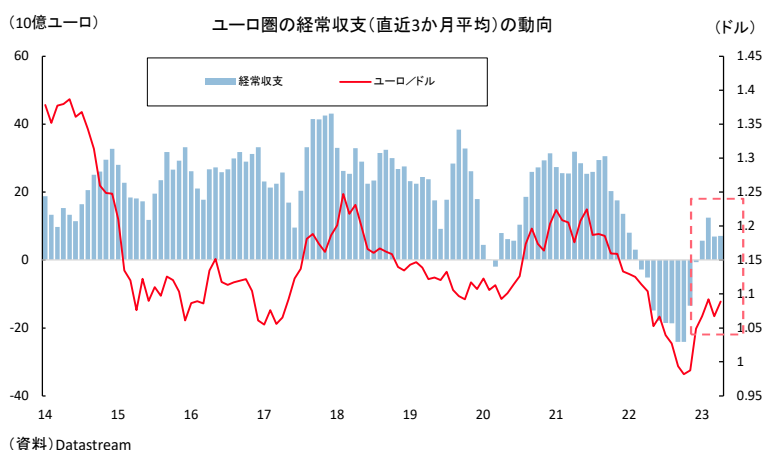
需給の激変を背景とする上昇や下落はユーロ相場にとって初めての経験ではない。昨年以前にパリティ割れが定着していた局面としてユーロ発足直後の 2000～2002 年があった。発足以前から最適通貨圏(OCA)の条件を満たしておらず瓦解疑念が強かったユーロに対し為替市場の評価は



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<sup>1</sup>、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(前頁図、点線四角部分)。

## ～ユーロと円のコントラストは金利に限らず需給でも起きている～

ちなみに、こうした需給環境の改善は域内全体で見ても明確であり、経常収支の基調は年初からはっきり改善し、これに応じてユーロ相場も押し上げられている。「要するに天然ガス価格次第なのか」と言われればそれまでだが、昨今の円相場同様、ユーロ相場の現状と展望を検討するにあたって、金利だけではなく需給の動向を丁寧にウォッチすることが重要と考えられる。



8 年以上ぶりのユーロ/円相場の高値を総括するにあたっては、金利面は元より、一向に貿易赤字解消の目途が立たない日本と、世界最大の貿易黒字に向かって順当な回復を続けるドイツとのコントラストが出た結果と考えると腹落ちするのではないだろうか。

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。

<sup>1</sup> 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。

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/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                   |
|-------------|----------------------------------------------|
| 2023年4月25日  | 日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～                     |
| 2023年4月24日  | ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー                       |
| 2023年4月21日  | 週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)     |
| 2023年4月20日  | 本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～                       |
| 2023年4月18日  | EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～                         |
| 2023年4月17日  | GFSRも重要性を訴える地経学的な思考                          |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)                  |
| 2023年4月14日  | 週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか?～)     |
| 2023年4月12日  | 変わる直接投資とスローバリゼーション(slowbalization)           |
| 2023年4月11日  | 植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意                       |
| 2023年4月10日  | 第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～                     |
| 2023年4月7日   | 週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)              |
| 2023年4月6日   | 次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～                         |
| 2023年4月4日   | 日銀短観3月調査を受けて～深刻と極まる人手不足～                     |
| 2023年4月3日   | ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方                      |
| 2023年3月31日  | 週末版                                          |
| 2023年3月30日  | 第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～                       |
| 2023年3月28日  | ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢                         |
| 2023年3月24日  | 週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)           |
| 2023年3月23日  | FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～                    |
| 2023年3月22日  | 年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～                       |
| 2023年3月17日  | 退路を断ったECB～自信の誇示を優先～                          |
|             | 週末版                                          |
| 2023年3月16日  | ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～                    |
| 2023年3月15日  | 企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～                        |
| 2023年3月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)                  |
|             | 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～                     |
| 2023年3月13日  | SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響                          |
| 2023年3月10日  | 週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)              |
| 2023年3月8日   | 1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～                         |
| 2023年3月7日   | FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～                 |
| 2023年3月6日   | 日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望                      |
| 2023年3月3日   | 週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)   |
| 2023年2月28日  | ECBのバランスシート政策について～状況整理～                      |
| 2023年2月27日  | 植田総裁候補の所信聴取を受けて                              |
| 2023年2月24日  | 週末版                                          |
| 2023年2月21日  | 利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏                          |
| 2023年2月20日  | 現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～                     |
| 2023年2月17日  | 週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)                   |
| 2023年2月15日  | 本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～                     |
| 2023年2月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)                  |
|             | 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～                      |
| 2023年2月13日  | 日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～                        |
| 2023年2月10日  | 週末版                                          |
| 2023年2月9日   | ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～                  |
| 2023年2月8日   | 2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～                      |
| 2023年2月7日   | 日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～                   |
| 2023年2月6日   | IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について                      |
| 2023年2月3日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)         |
| 2023年2月2日   | FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～                       |
| 2023年1月30日  | 23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～                  |
| 2023年1月27日  | 週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)      |
| 2023年1月25日  | 神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～                      |
| 2023年1月24日  | 「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方                        |
| 2023年1月23日  | 日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?                       |
| 2023年1月20日  | 週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)         |
| 2023年1月19日  | 日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)                 |
| 2023年1月18日  | 懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～                       |
| 2023年1月16日  | 日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～                        |
| 2023年1月13日  | 週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)               |
| 2023年1月10日  | 米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～                      |
| 2023年1月6日   | 週末版                                          |
| 2023年1月5日   | FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～                  |
| 2023年1月4日   | 2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい                    |
| 2022年12月23日 | 週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)            |
| 2022年12月21日 | 日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～                      |
| 2022年12月20日 | 米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか                      |
| 2022年12月19日 | 円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル                        |
| 2022年12月16日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～) |
| 2022年12月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)                 |
|             | FOMCを終えて～PCEビークアウトと利上げ停止時期～                  |
| 2022年12月14日 | 米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～                    |
| 2022年12月13日 | 23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約                    |
| 2022年12月12日 | インバウンド復活は2023年春以降のテーマに                       |
| 2022年12月9日  | 週末版                                          |
| 2022年12月6日  | ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～                        |
| 2022年12月5日  | 「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?                      |
| 2022年12月2日  | 週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)       |
| 2022年12月1日  | まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢                          |
| 2022年11月29日 | ECB議事要旨を受けて～聞き始めたFRBとの差～                     |
| 2022年11月28日 | FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～                    |
| 2022年11月25日 | 週末版                                          |
| 2022年11月24日 | 投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況                        |
| 2022年11月22日 | 消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI                       |
| 2022年11月21日 | 最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～                  |
| 2022年11月18日 | 週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)            |
| 2022年11月17日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)                 |
| 2022年11月16日 | FRBは今、何を考えているのか?～蘇る平均インフレ目標～                 |
| 2022年11月15日 | 実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート                     |
| 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～                       |
| 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～所得収支の還流が最後の手札～)     |
| 2022年11月10日 | 金利面から見たドル/円相場の現状と展望                          |