

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 24 日)

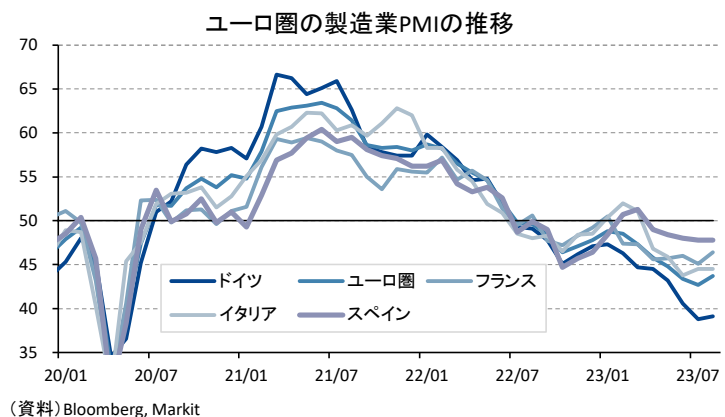
ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状

ユーロ圏 8 月 PMI が軟調な結果となったことを受けユーロ売りが先行している。特にサービスの PMI が今年初めて拡大・縮小の分かれ目となる 50 を割り込んだことが注目されている。だが、ユーロ圏の実体経済が芳しくないこととユーロ相場の見通しはある程度切り離して考える必要はある。確かに実体経済の状況に関し、ユーロ圏と米国の対照性は際立つ状況にあり、これは金利差の観点からユーロ相場を押し下げやすい。片や、実体経済の不調はユーロの需給環境改善に寄与する可能性もある。域内経済が不調で内需が芳しくないのであれば、昨年大きな問題となった天然ガス価格について騰勢を心配する必要がないという考え方もある。実際、今年に入ってからドイツ貿易収支はピーク時の黒字水準を回復し、ユーロ/ドル相場もこれに呼応してきた印象が強い。なお、内需不調がそのまま燃料以外の輸入減少も促し、これが貿易収支改善に寄与するというセオリー通りの展開も起きている。一方的なユーロ安は予想せず。

～PMI 悪化は ECB の望むところ～

昨日の金融市場ではユーロ圏 8 月 PMI が軟調な結果となったことを受けユーロ売りが先行するという動きがみられた。特にヘッドラインではサービスの PMI が 50.9 から 48.3 へ幅をもって低下しており、市場予想の中心(50.5)に届かないばかりか、今年初めて拡大・縮小の分かれ目となる 50 を割り込んだことが大きく取りざたされている。だが、雇用・賃金市場の逼迫が ECB の政策運営上、最大の問題となっている現状を踏まえると、サービス産業の業況が悪化していることはむしろ好材料とも読める。逆に、サービス産業の加速が確認された場合、ECB は実体経済悪化とインフレ加速のうち、いずれに注力すべきなのか迷いが深まったことになっただろう。

減速感が目立った総合やサービスに対し、製造業については底入れの兆しが見られつつあることも目についた(図)。インフレ抑制の観点からは不安な材料ということにもなるが、ユーロ圏主要国の全てで 50 を割り込む現状でそれは杞憂だろう。「全産業の景況感がすべからく弱い」というのがユーロ圏の現状であり、ECB が利上げを再考する材料になりそうである。なお、図を一瞥すれば分か



るように、ドイツ経済を取り巻く環境が特に悪いことも目に着く。これがユーロ圏全体のイメージを規定するというのが年内の展開になるだろう。今年 7 月に改定された IMF 世界経済見通しでもドイツが唯一、G7 でリセッション見通しだったが、ほぼその通りの展開を辿っているように見受けられる。

～ユーロ相場の方考え方～

しかし、ユーロ圏の実体経済が芳しくないこととユーロ相場の見通しはある程度切り離して考える必要はある。確かに、金利面ではユーロ相場が劣勢の状況だ。実体経済の不調は利上げ路線が停止する大きな理由にはなるだろうし、9月の政策理事会で利上げがスキップされる可能性も否めない。「状況を見ながら利上げ」という意味ではECBもFRBも同様の状況にあるが、多くの市場参加者にそれを予想(期待?)されながらリセ

セッションにならない米国とテクニカル・リセッションが既に実現しているドイツ(22年10～12月期と23年1～3月期がマイナス成長、4～6月期は横ばい)を主軸とするユーロ圏の対照性は鮮明であり、欧米金利差の観点からユーロ/ドル相場は確かに軟化しやすい状況になりつつある(図)。

しかし、実体経済の不調はユーロの需給環境改善に寄与する可能性があることも見逃せない。また、域内経済が不調で内需が芳しくないのであれば、昨年大きな問題となった天然ガス価格について騰勢を心配する必要がないという話に繋がる。現状、天然ガス価格は前年比▲90%弱下落した状況にあり、これがそのままドイツを中心とする域内の対外経済部門の改善に寄与している現状がある。過去の

本欄でも繰り返し論じているように、昨年のパリティ割れはそのままドイツの貿易収支悪化と符合していた。昨年5月のドイツ貿易統計は速報ベースで赤字へ転落しており(確報ベースで小幅黒字に修正されたが)、そこから程なくしてパリティ割れが定着している。今年に入ってからドイツ貿易収支はピーク時の黒字水準を回復しており、ユーロ/ドル相場もこれに呼応してきた印象が強い(図)。また、内需の不調がそのまま燃料以外の輸入減少も促し、これが貿易収支改善に寄与するというセオリー通りの展開も起きている。本欄や『中期為替相場見通し』ではユーロ相場の復調を想定しているが、特に需給環境の改善は大きな役割を果たすものと考えている。

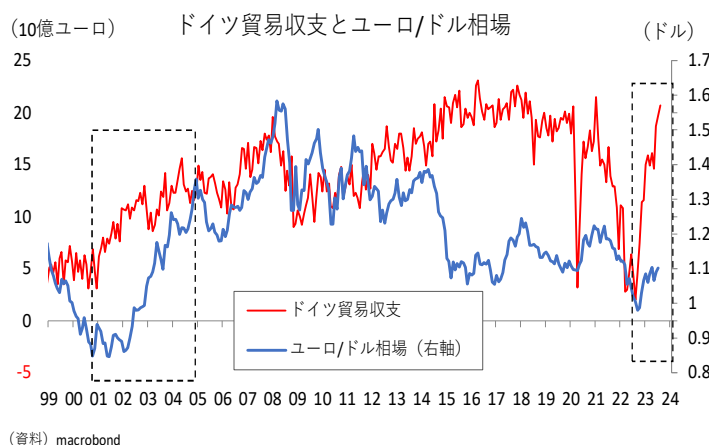
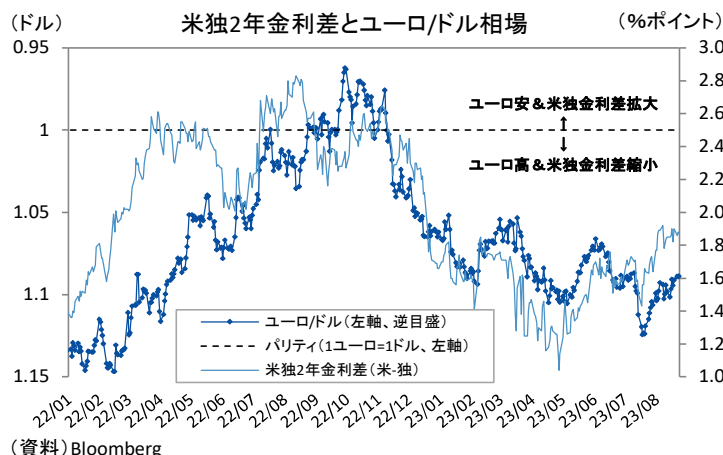
金融市場部

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/egon.html> (Archives) 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8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリイ取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
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
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～円安見直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ライゼーション(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～深刻さ極まる人手不足～
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～