

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 18 日)

再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～

『中期為替相場見通し』で懸念してきたユーロ安リスクが現実味を帯び始めている。ユーロ/ドル相場は7月中旬につけた1.12付近をピークに徐々に下値を切り下げ、10月初頭には1.05を割り込み年初来安値を更新した。理由は複数考えられるが、過去3か月のユーロ安はユーロ圏経済の悪化とこれに応じたECBのハト派転化を反映した動きと考えて差し支えないだろう。本欄ではECBがタカ派姿勢を維持し、インフレファイターであり続けることをメインシナリオとしてきたが、その想定が外れているのが現状。しかし、最近のユーロ相場の軟化はそうした域内経済悪化やこれに付随する金利要因だけとも言えない。昨年、ユーロ/ドル相場がパリティを割り込んだ背景には天然ガス価格急騰を受けて世界最大を誇ったドイツの貿易黒字が数か月のうちに消滅したという事実があった。それゆえ、『中期為替相場見通し』でもユーロ相場堅調のシナリオを脅かすとすれば、それは天然ガス価格上昇だと述べてきた。周知の通り、中東リスク勃発に加え、北欧パイプライン破損という事案も重なり、そのリスクがにわかに高まっているのが現状。最悪のスタグフレーションシナリオも視野に入る中、予測値の下方修正を検討する状況に。

～ユーロ相場続落について～

かねて『中期為替相場見通し』で懸念してきたユーロ安リスクがやや現実味を帯び始めているように見受けられる。ユーロ/ドル相場は7月中旬につけた1.12付近をピークに徐々に下値を切り下げ、10月初頭には1.05を割り込み年初来安値を更新した。理由は複数考えられるが、最も指摘される理由は夏場以降、ユーロ圏経済が日米欧三極において著しく劣後している状況が挙げられる。先般発表されたIMF 秋季世界経済見通し(WEO)でもドイツは先進国・途上国全体を見渡して唯一のリセッション見通し(▲0.5%)に陥っており、これを受けたユーロ圏も+0.7%と+1%を割り込んでいる(図表)。日米が揃って+2%を超える成長率予想になっていることと比較すると、やはり欧州の劣後は小さいとは言えない。問題はそうした実体経済の失速にもかかわらず、ユーロ圏のインフレ率が思ったほど鈍化していないことなのだが、ECBはどちらかと言えば景気鈍化とインフレ高進

IMFの成長率見通し(暦年ベース、%)		見通し		2023年7月見通しとの比較	
		2022	2023	2024	
世界		3.5	3.0	2.9	▲ 0.0 ▲ 0.1
先進国		2.6	1.5	1.4	0.0 0.0
	米国	2.1	2.1	1.5	0.3 0.5
	ユーロ圏	3.3	0.7	1.2	▲ 0.2 ▲ 0.3
	ドイツ	1.8	▲ 0.5	0.9	▲ 0.2 ▲ 0.4
	フランス	2.5	1.0	1.3	0.2 0.0
	イタリア	3.7	0.7	0.7	▲ 0.4 ▲ 0.2
	スペイン	5.8	2.5	1.7	▲ 0.0 ▲ 0.3
	日本	1.0	2.0	1.0	0.6 0.0
	英国	4.1	0.5	0.6	0.1 ▲ 0.4
	カナダ	3.4	1.3	1.6	▲ 0.4 0.2
	その他先進国	2.6	1.8	2.2	▲ 0.2 ▲ 0.1
新興途上国		4.1	4.0	4.0	▲ 0.0 ▲ 0.1
	アジア新興途上国	4.5	5.2	4.8	▲ 0.1 ▲ 0.2
	中国	3.0	5.0	4.2	▲ 0.2 ▲ 0.3
	インド	7.2	6.3	6.3	0.2 ▲ 0.0
	ASEAN5	5.5	4.2	4.5	▲ 0.4 ▲ 0.0
	欧州新興途上国	0.8	2.4	2.2	0.6 ▲ 0.0
	ロシア	▲ 2.1	2.2	1.1	0.7 ▲ 0.2
	ラテンアメリカ・カリブ諸国	4.1	2.3	2.3	0.4 0.1
	ブラジル	2.9	3.1	1.5	1.0 0.3
	メキシコ	3.9	3.2	2.1	0.6 0.6
	中東・中央アジア	5.6	2.0	3.4	▲ 0.5 0.2
	サウジアラビア	8.7	0.8	4.0	▲ 1.1 1.2
	サブサハラアフリカ	4.0	3.3	4.0	▲ 0.2 ▲ 0.1
	ナイジェリア	3.3	2.9	3.1	▲ 0.3 0.1
	南アフリカ	1.9	0.9	1.8	0.6 0.1
世界貿易額(財・サービス)		5.1	0.9	3.5	▲ 1.1 ▲ 0.2
消費者物価	世界	8.7	6.9	5.8	0.1 0.6
	先進国	7.3	4.6	3.0	▲ 0.1 0.2
	新興途上国	9.8	8.5	7.8	0.2 1.0

※インドについては、データと予測を財政年度ベースで表示

※ASEAN-5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

※貿易額は輸出額と輸入額の成長率の単純平均(財とサービス)

※IMF、みずほ銀行

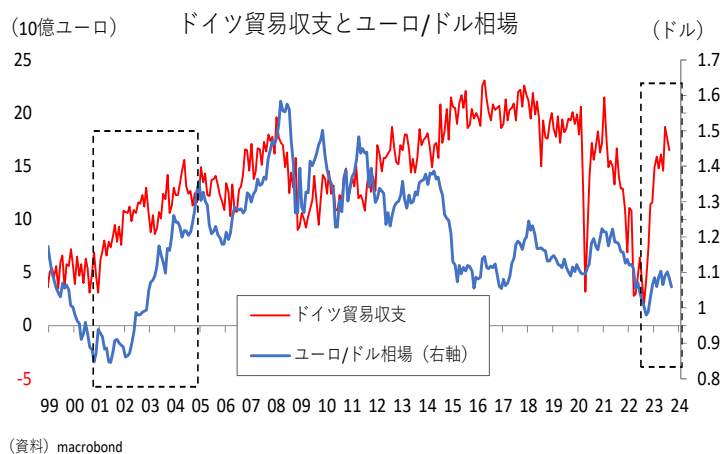
を天秤にかけて前者を重く見る政策運営に軸足を置き始めている。今後、景気鈍化に合わせてインフレ高進も終息へ向かうという想定が政策理事会内で多数の支持を得ているようだ。

そうした姿勢転換が始まったのが 7 月の ECB 政策理事会であり、同声明文においてそれまで「(※政策金利に関し)十分に引き締め的な水準に引き上げる」とされていたものが「十分に引き締め的な水準に設定する」と連続的な利上げ局面の終了を匂わせる表現に変わった。その上で 9 月政策理事会では「インフレ目標回帰に多大なる貢献をすると考えられる水準に政策金利が到達し、それが十分長期間維持された」と「事実上の利上げ停止宣言」に踏み切った。先週 12 日に公表された 9 月政策理事会の議事要旨によれば、その最後の利上げですら「微妙な判断(a close call)」であったというから、10 月以降のそれは温存されるのが既定路線だろう。

いずれにせよ、過去 3 か月のユーロ安はユーロ圏経済の悪化とこれに応じた ECB のハト派転化を反映した動きと考えて差し支えない。本欄や『中期為替相場見通し』では予測期間中、FRB よりも相対的なタカ派姿勢が続くであろう ECB の影響もあって、欧米金利差縮小の観点からユーロ/ドル相場は堅調に推移すると予想してきた。しかし、ECB がインフレ高進よりも景気鈍化を重く見る政策運営に軸足を移したことでユーロ相場の強気予想も外れている現状がある。もっとも、インフレの芽を摘む前に景気に配慮した政策運営へ舵を切る姿勢が果たして奏功するのか。9 月政策理事会の議事要旨を読む限り、域内の賃金情勢が明確な減速に転じたかどうかは確信が持たれていない。また、二転三転の末、再利上げに引き戻されるリスクは相応に残されているだろう。

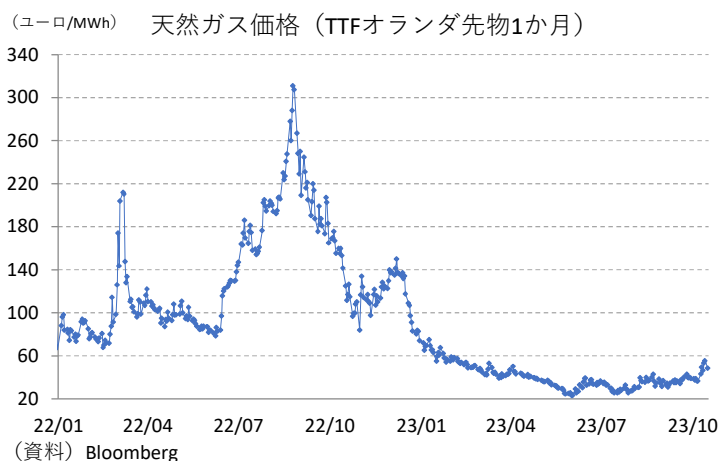
～再び直面する天然ガス価格上昇というリスク～

しかし、最近のユーロ相場の軟化はそうした域内経済悪化やこれに付随する金利要因だけでも言えない。筆者がユーロ相場の堅調を予想してきた背景にはドイツひいてはユーロ圏が「世界最大の経常(貿易)黒字圏」にあるという需給の論点もあった。2000～2002 年、ユーロ/ドル相場がパリティ割れから脱却できた背景には拡大傾向にあった欧米金利差(米国-欧州)が縮小に転じ、逆転に至るという金利要因のほか、「欧州の



病人」であったドイツが貿易黒字を積み上げ域内全体の需給環境が著しく改善したという経緯があった。昨年直面したパリティ割れもロシアとの関係悪化がエネルギー供給悪化に直結し、域内経済が脅かされるという漠然とした不安が作用したようにも見えるが、天然ガス価格急騰を受けて世界最大を誇ったドイツの貿易黒字が数か月のうちに消滅したことがユーロ相場の需給を大きく崩したと考えるのが最も自然だと筆者は考えている。事実、天然ガス価格急落と共にユーロ/ドル相場は底打ちしており、それはドイツの貿易黒字復元とも平仄が合う(図)。本欄では繰り返し論じてきた点だ。

それゆえ、本欄や『中期為替相場見通し』でもユーロ相場堅調のシナリオを脅かすとするれば、それは天然ガス価格上昇ではないかと述べてきた。周知の通り、イスラム組織ハマスとイスラエルの交戦開始に伴って、同国産の天然ガス供給が停滞するとの懸念から再び欧州で取引される天然ガス価格が騰勢を強めている(図)。また、先週 10 日にはフィンランドとエストニアを結ぶ天然ガスの海底パイプライン「バルチックコネクター」が破損し、稼働停止に至るという事案も重なった(詳細は調査中だが、「外部活動」による破損とされ、故意の破壊であるという報道もある)。欧州における天然ガス取引の指標価格であるオランダ TTF は 13 日、11 月渡しの翌月物が 55 ドルを突破し、今年 2 月以来、約 8 か月ぶりの高値をつけている。ロシアからの供給欠損を穴埋めするため、必死に世界中の天然ガスを掻き集めている EU にとってはこれ以上の供給制約を抱えるわけにはいかない。



もちろん、去年の騒動を経て、EU の抱える天然ガス備蓄量はほぼフルに充填された状態にあり、昨年のような冬場のエネルギー危機を煽るのは現時点では適切ではない。しかし、市場心理の悪化が天然ガス価格を押し上げている以上、これが高止まりする限りにおいてドイツを筆頭として域内の貿易収支は悪化し、それ自体はユーロ安を正当化する。また、天然ガス価格の高止まりはインフレ率再浮上に直結するため、元よりその色が濃かったユーロ圏では、一段とスタグフレーションの懸念が強まる。市場が本格的にスタグフレーションシナリオを織り込んだ場合、ECB が利上げしようとしまいと、ユーロ売り優勢の状況が定着するだろう。現状、ユーロ相場はダウンサイドリスクがにわかに拡がっており、予測値の下方修正を検討せざるを得ない状況にある。

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10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
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)
2023年8月14日	年初来安値で確認する円の立ち現在地 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)
2023年7月13日	週末版
2023年7月12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11日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月10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7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6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5日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月3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6月30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29日	週末版
2023年6月27日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月26日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
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～
2023年6月14日	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13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12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9日	週末版
2023年6月8日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月7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6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5日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月2日	米5月雇用統計を受けて～遅く遠く年内利下げ～
2023年6月1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5月30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26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24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23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22日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月19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18日	週末版
2023年5月17日	1～3月期GDPを受けて～ペ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)