

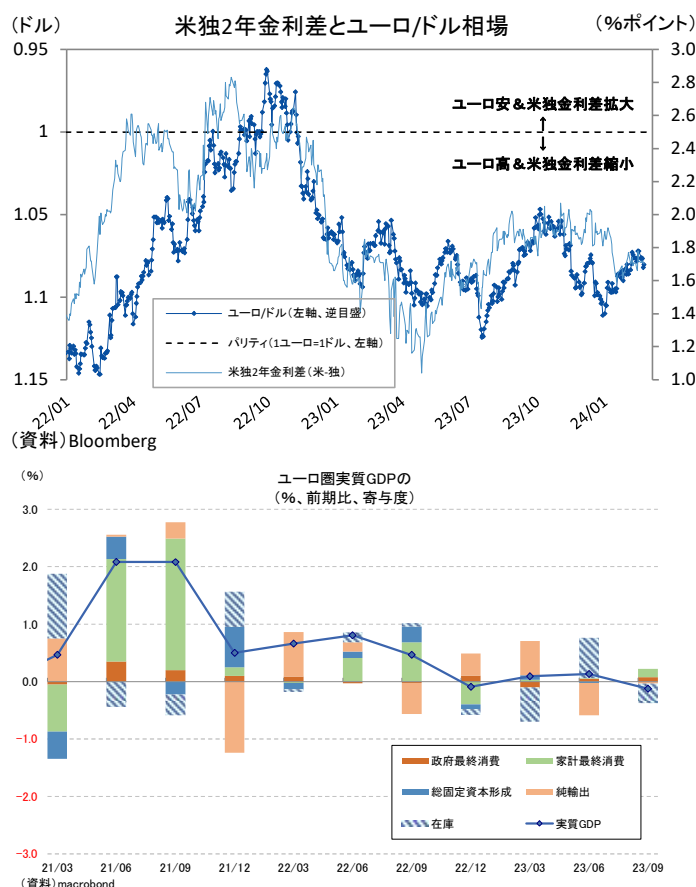
みずほマーケット・トピック(2024 年 2 月 27 日)

ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～

ドル/円相場の高止まりや日本株の最高値更新を受けて、金融市場の関心が日本や米国に集中する一方、ユーロ圏に関する情報が乏しい。本日はユーロ相場の現状と展望について簡単な論点整理をしておきたい。筆者は ECB が年後半において利下げに踏み込んだとしても、ユーロ相場は大崩れする可能性は低いと考える立場。理由は少なくとも 2 つある。第一に欧米金利差が大きく変わらなそうなこと、第二に域内の需給構造が盤石であること、だ。前者に関しては、FRB、ECB の両中銀共に▲25bp ずつの利下げ軌道に入る状況下、欧米金利差から予見されるユーロ/ドル相場は方向感が見出しづらい展開になると予想。また、かねて論じているように、ユーロ相場が大崩れしない最大の理由はやはりその需給環境にある。2022 年が暖冬であったことや、北欧からの代替調達を整備されつつあることなどを契機に天然ガス価格が落ち着き、ドイツの貿易収支黒字ひいてはユーロ圏の経常収支黒字は復元された。それによってユーロ/ドル相場が値を戻したという印象は強い。また、投機的なユーロ買い余力はまだありそう。今後 1 年間のパスを総括すると、年前半に強含んだ後、年後半は利下げを受けて押し込まれやすいものの、盤石な需給環境もあってせいぜい 1.05 割れを臨む程度で下げ止まる展開を予想。

～ユーロ/ドル相場の先行き～

ドル/円相場の高止まりや日本株の最高値更新を受けて、金融市場の関心が日本や米国に集中する一方、ユーロ圏に関する情報がやや乏しくなっているようにも感じられるため、本日はユーロ相場の現状と展望について簡単な論点整理をしておきたい。筆者は ECB が年後半において利下げに踏み込んだとしても、ユーロ相場は大崩れする可能性は低いと考える立場だ。理由は少なくとも 2 つある。第一に欧米金利差が大きく変わらなそうなこと、第二に域内の需給構造が盤石であること、だ。周知の通り、ドル/円相場同様、ユーロ/ドル相場も対米金利差によって方向感が規定されやすい(右図・上)。筆者想定では今年上半期中(5 月もしくは 6 月)に FRB が利下げに踏み切り、これに遅れて 9 月頃には ECB も利下げ

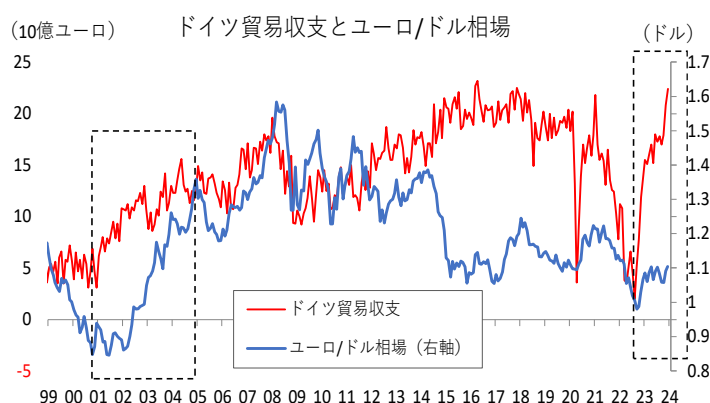


に踏み切ると予想している。結果、両中銀共に▲25bp ずつの利下げ軌道に入る状況下、欧米金利差から予見されるユーロ/ドル相場は方向感が見出しづらい展開になると予想する。

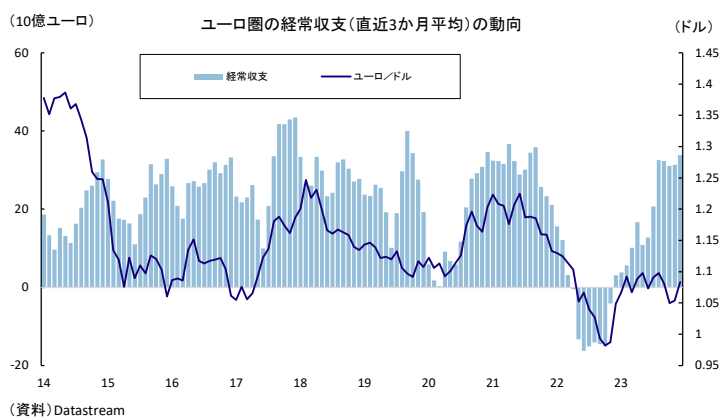
一時期、実体経済状況に関し、ユーロ圏が米国に大きく劣後するとの見通しからユーロ相場が押し込まれるとの論調が根強かったものの、ここに来てユーロ圏もリセッション回避が基本シナリオに復帰しつつある。とすれば、ECB だけまとまった幅の利下げが必要になるという想定も難しいだろう。敢えて言えば、ECB の方がそもそも政策金利水準が低いことや、リセッションを回避したとは言え実体経済は超低空飛行が続きそうなことを踏まえれば(前頁図・下)、金利差が示唆するユーロ/ドル相場の方向感基本的には下向きと考えるのが無難ではあろう。

～盤石の需給環境～

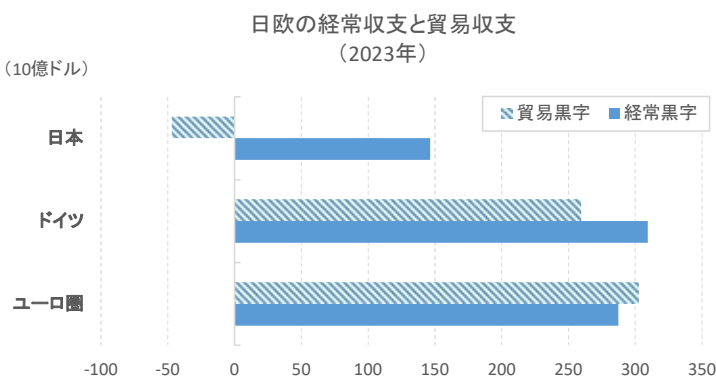
かねて論じているように、ユーロ相場が大崩れしない最大の理由はやはりその需給環境にある。2022 年に限って言えば、ロシア・ウクライナ戦争の余波を受けて石油および天然ガスの価格が暴騰した結果、ドイツひいてはユーロ圏全体の経常・貿易収支が大きく棄損した。世界最大を誇るドイツの貿易収支黒字が消失したのも 2022 年半ばであり、同時期にパリティ割れに至ったのは偶然ではない(右図・上)。2000 年から 2002 年にかけて直面したパリティ割れの局面も、結局はドイツ貿易収支黒字の復調と共にユーロ/ドル相場が引き上げられるような構図だった。今回も 2022 年が暖冬であったことや、北欧からの代替調達を整備されつつあることなどを契機に天然ガス価格が落ち着き、ドイツの貿易収支黒字ひいてはユーロ圏の経常収支黒字は復元された。その結果、ユーロ/ドル相場が値を戻したという印象は強い(右図・真ん中)。また、日本人の目線からすれば、ユーロ圏の経常収支黒字の支柱が貿易収支黒字であるのに対し、日本のそれは第一次所得収支黒字であり、それこそが両通貨の明暗を分けているという事実も押さえておくといい(右図・下)。日本もドイツも世界的には



(資料) macrobond



(資料) Datastream



(資料) 財務省、IMF、独連邦銀行、macrobond

経常黒字大国という点で共通しているが、その中身は別物であり、特に通貨価値を支えるという観点からは比較にならないほどユーロの方が盤石の需給構造を備えている。

～投機的なユーロ買い余力はある～

本稿執筆時点で最新となる 2 月 20 日時点の IMM 通貨先物取引の状況を踏まえれば、投機筋による対ドルでのユーロの買い持ち高は+91.9 億ドルと拡大しており、その水準はまだ過去 1 年のピーク(+258.53 億ドル、2023 年 5 月)と比較して 3 分の 1 弱にとどまっている。投機的なユーロ買いの余力はまだ相応に残っていると考えて良いだろう。ECB が 3 月、4 月、6 月と現状維持を貫く中、一時的ではあるものの、(利下げをちらつかせるドルに対して)強含みやすいという部分はあるのではないかと。今後 1 年間のパスを総括すると、年前半は強含んだ後、年後半は利下げを受けて押し込まれやすいものの、盤石な需給環境もあってせいぜい 1.05 割れを臨む程度で下げ止まる展開を筆者は想定している。

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
2024年2月23日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月14日	
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ安考察～
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	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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」も濃う米経済～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