

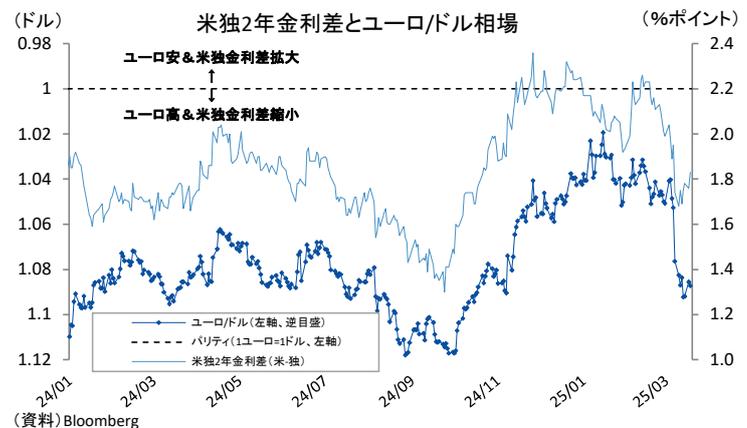
みずほマーケット・トピック(2025年3月18日)

「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について

ドル相場の軟化が注目される中で、ユーロ相場が騰勢を強めている。ドル安という敵失に乗じたユーロ高であり域内の政治・経済情勢は決して褒められたものではない。一言で言えば「敵失のユーロ高」の側面は大きいだろう。しかし、域内の経済・金融情勢を真摯に見直す必要はないのか。3月政策理事会後の会見でラガルド ECB 総裁は急速な利下げの影響により「暖かい水」が域内経済に流れ込んでいるものの、利上げの影響による「冷たい水」もまだ残っていると発言。この「暖かい水」とはどのような現象を指すのか。域内の与信環境を整理すると確かに銀行貸出は急速に復元しており、利下げの効果が確認できる。片や、開発されたばかりの賃金トラッカーは 2025 年末にかけての賃金鈍化を明示しており、利下げを継続することにも正当性はある。しかし、ラガルド総裁の弁を踏まえる限り、「最低でも 4 回は必要」という筆者の利下げ見通しの確度は小さくなっている印象は否めず。パリティ割れの常態化を見通すのは厳しい状況に。

～ユーロ高の背景を検討する～

ドル相場の軟化が注目される中、その傍らでユーロ相場が騰勢を強めている。基本的にはトランプ政権の追加関税が矢継ぎ早に打たれる中、米国経済への懸念が強まり、米金利とドルが押し下げられる中での動きである。一言で言えば、ドル安という敵失に乗じたユーロ高であり域内の政治・経済情勢は決して褒められたものではないのは周知の通りだ。こうした「敵失のユーロ高」の持続可能性はさほど大きくないというのが筆者の基本認識ではある。しかし、パリティ割れの常態化をメインシナリオとする「中期為替相場見通し」からの乖離が大きくなっているのも事実だ。果たして、このユーロ相場の堅調は「敵失のユーロ高」と割り切って良いのか。域内の経済・金融情勢を真摯に見直す必要はないのか。改めて考えてみる必要がある。これまで筆者は「金融市場で織り込まれる中立金利(2%前後)までの利下げでは不十分」という前提でユーロ相場を見通してきた。具体的に ECB の利下げに関して「最低でも 4 回は必要」という前提で見通しを策定してきた。これは年初時点の利下げ織り込みが 4 回分に達している状況に対し、「それは最低限であり、もっと必要」という認識を示したものである。しかし、現状での織り込みは「年内はあと 2 回弱(つまり年内は計 3 回の利下げ、4 回は届かず)」まで修正されている。つまり、域内の経済・金融情勢に対し、若干タカ派的な見方が台頭しているということも意味する。こうした中、足許のユーロ高については敵失(ドル安)もありながら、域内の経済・金融情勢を相応に強めに評価する向きが出てきている可能性が考えられる。

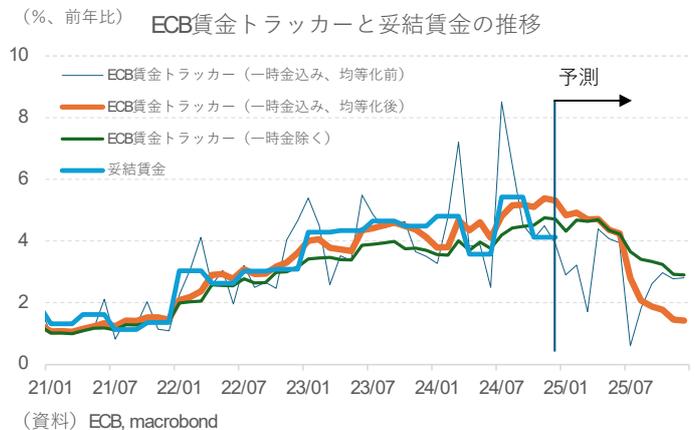
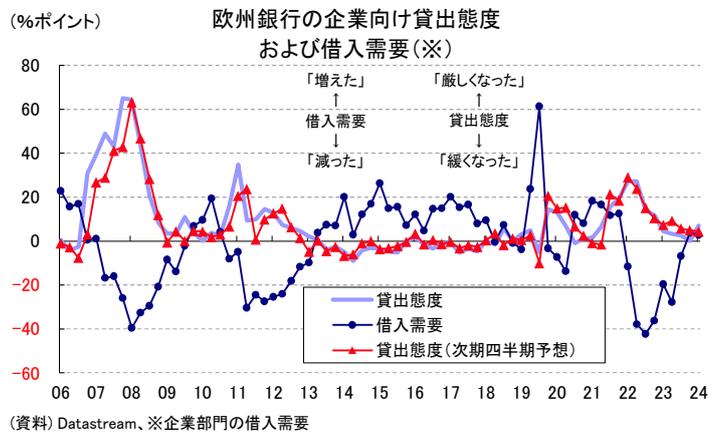
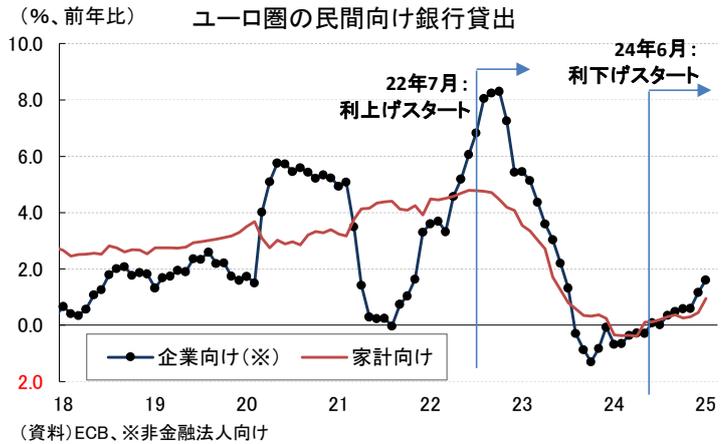


～「暖かい水」は確かにある～

結論から言えば、確かに、与信周りの計数では改善傾向はある。3月6日のECB政策理事会の声明文では「Our monetary policy is becoming meaningfully less restrictive (金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある)」との表現が目された。この点、ラガルド ECB 総裁は「これは単なる無害で小さな変更ではなく、一定の意味を持つ変更です」とかなり率直にその重要性を認めている。その上で政策理事会の数週間前に開催された南アフリカ G20 になぞらえて「喜望峰にはインド洋からの暖かい水 (warm water) と大西洋からの冷たい水 (cold water) があります」と述べ、それがまさに今のユーロ圏だと例えた。急速な利下げの影響により「暖かい水」が域内経済に流れ込んでいるものの、依然として利上げの影響による「冷たい水」もまだ残っている、との趣旨である。しかし、「暖かい水」がどういった経済現象を指しているのか会見で明示されたわけではない。

オーソドックスな考え方に従えば、政策金利の修正は与信環境の変化に直結する。利上げにより冷え込んでいた域内の銀行貸出が、利下げにより復調しているのかどうか。「暖かい水」が銀行部門を通じて実体経済に流れ込んでいる兆候が見られるのかどうか。図(上)にも示す通り、利下げに着手した 2024 年 6 月以降、域内の銀行貸出は前年比で増勢に転じ、今年に入ってから加速している。これは銀行貸出態度調査(図・下)からも読み取れる事実で、貸出態度の安定化に伴い借入需要は復調傾向が見られている。

現状、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)や妥結賃金、これに伴う賃金動向は抑制傾向にある(図)。開発されたばかりの賃金トラッカーは 2025 年末にかけての賃金鈍化を明示している。筆者はこれと整合的に利下げを続けると ECB は考えてきた。こうした論点は未だ有効と考えるものの、声明文が上述のように修正され、ラガルド総裁自らがその重要性を迫認するような状況を踏まえれば、「最低でも 4 回は必要」という筆者の利下げ見通しの蓋然性は小さくなった可能性も感じる。パリティ割れの常態化というメインシ



ナリオの妥当性を含めて、月末のハウスビュー改定で検討する必要があるだろう。

もっとも、このまま米国経済が失速し、欧米金利差が縮小し続けるという展開になると筆者はやはり考えていない。米国経済が本当にスタグフレーションシナリオに入っているのであれば、短期的にはインフレ誘発的な現象が想定される。ユーロ/ドル相場に関しては水準の調整が必要だとしても、方向性(パス)の調整までは要しないと現状では考えている。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか?
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙プレビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか?
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づき「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンツッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か?～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリイ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリイ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「濃りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か