

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 14 日)

## ユーロ圏 1～3 月期 GDP(一次推計値)について

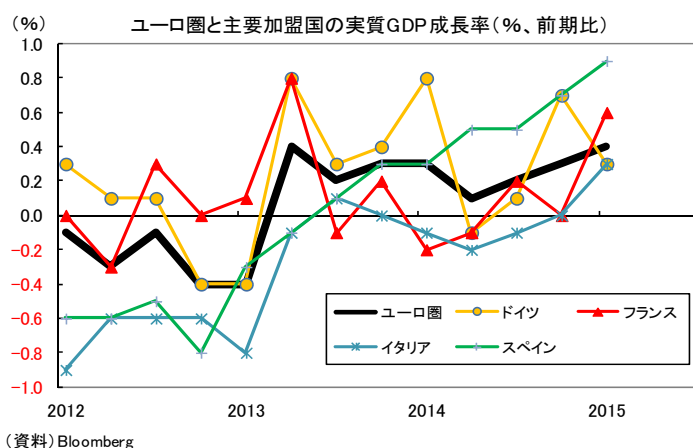
昨日、ユーロスタットが公表したユーロ圏 1～3 月期実質 GDP 成長率(一次推計値)は前期比 +0.4%と約 2 年ぶりの高い伸びに。2014 年 4～6 月期から「+0.1%→+0.2%→+0.3%→+0.4%」と順当に加速が見られている。先の欧州委員会春季予測で示されたように、現状のユーロ圏は原油安・通貨安・低金利のトリプルメリットを謳歌していると見られるが、現状に目をやれば、原油が 1 バレル 60 台を回復し、ユーロ相場も反転、独国債を中心として欧州債金利は乱高下するなど、トリプルメリットの瓦解が始まっているようにも見える。そのような状況に加え、ギリシャ情勢が混迷の度を深めており、果たして現状の楽観見通しが持続できるのかは定かではない。

### ～ドル相場にまつわる根本的疑問も～

昨日の為替市場ではドル相場が下落する展開。米 4 月小売売上高が前月比横這いと市場予想の中心(同+0.2%)を下回ったことで、米経済への悲観が広がり、ドルは対ユーロで 1.1202、対円で 119.03 円まで値を下げている。今月から来月にかけてはギリシャ問題が佳境を迎える中で、再びユーロが手放される時間帯が多くなりそうだが、米経済指標のもたつきがこのまま続くようであれば「本当に正常化を考える局面なのか」という根本的な疑問が市場で浮上しかねないだろう(少なくとも筆者はその疑問を抱いており、利上げ局面が始まったとしても「寿命」は極めて短いと考える)。

### ～ユーロ圏は約 2 年ぶりの高成長に～

昨日、ユーロスタットが公表したユーロ圏 1～3 月期実質 GDP 成長率(一次推計値)は前期比 +0.4%となり、市場予想の中心と一致した。2014 年 4～6 月期から「+0.1%→+0.2%→+0.3%→+0.4%」と順当に加速している。直近 1～3 月期の +0.4%はユーロ圏にとっては約 2 年ぶりの伸び幅であり、米国(+0.1%)や英国(+0.3%)を上回る仕上がりとなる。本欄 2015 年 5 月 7 日号『欧州委員会春季経済予測について』でも取り上げた欧州委員会予測にもあるように、現状のユーロ圏は原油安・通貨安・低金利のトリプルメリットを謳歌しており、先行き見通しも近年になく明るいものとなっている。具体的な需要項目別の動静は二次推計値を待つ必要があるが、実質所得の改善を背景と



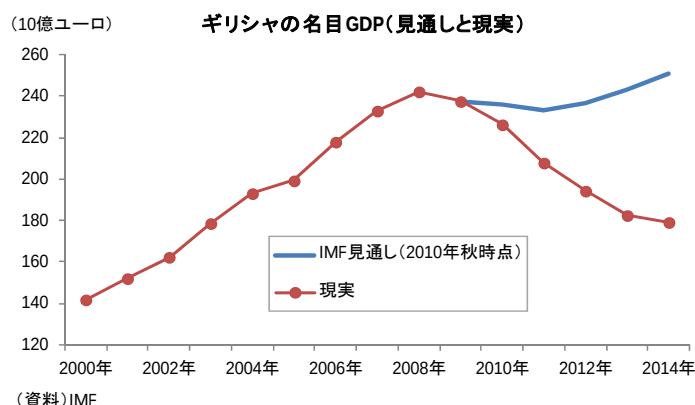
した個人消費が成長をけん引したことは想像に難くない。こうした結果を受けて、蓄積したユーロのショートポジションが巻き戻されるのは自然と言える。

国別にはフランス、イタリアといった昨年まで足を引っ張ってきた大国の復調が目立った一方、ドイツの減速が全体の伸びを押し下げる構図となっている。具体的にはフランスが前期の同 0.0% から同+0.6% へと急伸したことを筆頭に、イタリアも前期の同 0.0% から同+0.3% へ、スペインは前期の同+0.7% から同+0.9% へ成長率を上げています。+0.6% や+0.9% といった数字は前期比としては極めて大きいものだが、これまでの「谷」が深かったという側面は見逃せず、前年比で見ればフランスは+0.7%、イタリアは同 0.0% の横這いというイメージになる。それでも、スペインは前年比で見ても+2.6% と非常に強く、ポルトガルなども前期比で+0.4%、前年比で+1.4% など堅調であり、周縁国の経済情勢が改善していることは間違いない。

一方、明るい受け止めが大勢の今回の GDP において、不安材料がドイツであり、前期比+0.7% から同+0.3% へ減速している(市場予想は+0.5%)。詳細な原因は二次推計値を待つことになるが、これほどのユーロ安にも拘わらず米国や中国といった市場で需要が伸びなかったことで、思ったほど輸出が伸びなかったという可能性などが考え得る。

### ～瓦解しつつあるトリプルメリット～

冒頭述べたように、現状及び当面のユーロ圏経済はトリプルメリットという「tailwinds (追い風: 欧州委員会春季予測より)」を背に堅調な回復軌道に乗っているように見受けられる。しかし、現状に目をやれば、原油が 1 バレル 60 台を回復し、ユーロ相場も反転、独国債を中心として欧州債金利は乱高下している。欧州委員会が+0.1% と予測しているように、



に、少なくとも 2015 年の消費者物価指数 (HICP) が復調することは考えにくいと、ユーロ圏の実質所得環境は健全な状態が続くことが期待される。しかし、トリプルメリットが確実に瓦解しつつある中で、果たして現状の楽観見通しが持続できるのかは定かではない。目先、その命運を握るのが再びリセッション局面に突入しているギリシャであり、IMF を筆頭とするトロイカとの交渉に注目が集まる。しかし、同国の経済・金融・政治に対する見通しは過去、尽く外れており(図)、結局、それが欧州の長期停滞に繋がってきたと言っても過言ではない。年初来のギリシャとトロイカの交渉経緯を見る限り、過去 1 年で見られたような成長軌道を持続できるのか、不安は抱かざるを得ない。

以上

国際為替部  
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。

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/econ.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                     |
|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 2015年5月13日  | 本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて                                          |
| 2015年5月12日  | 本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～                                     |
| 2015年5月11日  | 英国総選挙と今後についての論点整理                                              |
| 2015年5月8日   | QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～                                         |
| 2015年5月7日   | 欧州委員会春季経済予測について                                                |
| 2015年5月1日   | 週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)                                        |
| 2015年4月30日  | 米1～3 月期GDP 及びFOMC について                                         |
| 2015年4月28日  | 投機筋の円ショート縮小をどう読むか？                                             |
| 2015年4月27日  | 最近のギリシャ情勢に関する整理                                                |
| 2015年4月24日  | 週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)                     |
| 2015年4月23日  | 日銀政策決定会合プレビュー                                                  |
| 2015年4月22日  | 本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～                                        |
| 2015年4月20日  | 重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」                                        |
| 2015年4月17日  | 週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)                       |
| 2015年4月16日  | ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～                                           |
| 2015年4月15日  | 通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～                                         |
| 2015年4月14日  | ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～                                |
| 2015年4月13日  | 米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～                                        |
| 2015年4月10日  | 週末版                                                            |
| 2015年4月7日   | 量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて                                       |
| 2015年4月6日   | 米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～                                        |
| 2015年4月3日   | 週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)      |
| 2015年4月2日   | 日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～                                     |
| 2015年4月1日   | 外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)                                         |
| 2015年3月30日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)                                  |
| 2015年3月27日  | 週末版                                                            |
| 2015年3月26日  | 本邦対内・対外証券投資の動向について                                             |
| 2015年3月25日  | 本邦家計部門の金融資産の現状について                                             |
| 2015年3月24日  | 円相場の基礎的需給環境の整理                                                 |
| 2015年3月23日  | ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～                                        |
| 2015年3月20日  | 週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)            |
| 2015年3月19日  | FOMCを終えて(3月17～18日開催分)                                          |
| 2015年3月18日  | ECB、量的緩和と政策(QE)に係るQ&A                                          |
| 2015年3月17日  | ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて                                      |
| 2015年3月16日  | ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～                                         |
| 2015年3月13日  | 週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)                         |
| 2015年3月12日  | 日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～                                       |
| 2015年3月11日  | 3月レバトリ円高説について                                                  |
| 2015年3月10日  | なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？                                           |
| 2015年3月9日   | ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～                                     |
| 2015年3月6日   | 週末版                                                            |
| 2015年2月27日  | 週末版                                                            |
| 2015年2月26日  | 為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増                                           |
| 2015年2月25日  | イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～                                      |
| 2015年2月24日  | 円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～                                         |
| 2015年2月23日  | ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～                                          |
| 2015年2月20日  | 週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)                                |
| 2015年2月19日  | 本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～                                        |
| 2015年2月18日  | 当面のギリシャ情勢に関する論点整理                                              |
| 2015年2月17日  | ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて                                        |
| 2015年2月16日  | 本邦10～12月期GDP(1次速報値)について                                        |
| 2015年2月13日  | 週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)                             |
| 2015年2月12日  | イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～                                      |
| 2015年2月10日  | 最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について                                        |
| 2015年2月9日   | 本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～                                      |
| 2015年2月6日   | 週末版                                                            |
| 2015年2月4日   | RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について                                        |
| 2015年2月3日   | 独走するドイツの経常黒字が意味するもの                                            |
| 2015年2月2日   | ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について                                      |
| 2015年1月30日  | 週末版                                                            |
| 2015年1月29日  | FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～                                         |
| 2015年1月28日  | 改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置                                            |
| 2015年1月27日  | 2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～                                       |
| 2015年1月26日  | 米ドル建て投資信託が好調                                                   |
| 2015年1月23日  | 週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)                              |
| 2015年1月22日  | 日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～                                      |
| 2015年1月21日  | ユーロ相場にまつわる資本フローについて                                            |
| 2015年1月20日  | ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～                                         |
| 2015年1月19日  | スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～                                        |
| 2015年1月16日  | 週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)                     |
| 2015年1月14日  | 本邦企業の海外進出と為替について                                               |
| 2015年1月13日  | 11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について                                      |
| 2015年1月9日   | 週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)              |
| 2015年1月8日   | ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について                                       |
| 2015年1月7日   | 最近のユーロ相場に対する考え方                                                |
| 2015年1月5日   | 2015年、日米欧の3大コンセンサス                                             |
| 2014年12月26日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月25日 | 2015年の円相場～見通しのポイント～                                            |
| 2014年12月24日 | 2015年、最初のテーマはギリシャになるか？                                         |
| 2014年12月22日 | ECB理事会、輪番制の解説                                                  |
| 2014年12月19日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月18日 | FOMC(12月17～18日開催分)を終えて                                         |
| 2014年12月17日 | 2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～                                  |
| 2014年12月16日 | 最近の原油安について～混同しがちな因果関係～                                         |
| 2014年12月15日 | 衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性                                          |
| 2014年12月12日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月11日 | 健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁                                       |
| 2014年12月10日 | 実質賃金と交易条件そして円安の関係                                              |
| 2014年12月9日  | 今、敢えて考える円高リスク                                                  |
| 2014年12月8日  | 円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～                                       |
| 2014年12月5日  | 週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～) |
| 2014年12月4日  | 最近のユーロ/ドル相場について                                                |