

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 10 日)

ユーロ圏 1～3 月期 GDP(2 次推計値)について

ユーロ圏 1～3 月期 GDP の 2 次推計値は家計消費主導の堅調な成長を示した。しかし、ユーロ安が輸出の押し上げに繋がった形跡はなく、引き続きこうした内需主導の成長が維持できるかが鍵となる。この点、欧州委員会春季経済予測で示されたような通貨安・原油安・低金利というトリプルメリットを tailwinds(追い風)とした成長期待は確かに合理的ではある。だが、原油価格にしてもユーロ相場にしても 3 月中旬を境として底打ちしており、低金利も拡大資産購入プログラム(APP)の余波を受けて乱高下している。従前の tailwinds が headwinds(向かい風)となる兆候も感じられる状況下、日本も幾度となく経験してきた「いつわりの夜明け(false dawn)」を警戒したい。

～市場にとっての想定外は「6 月利上げ」か「年内利上げ見送り」～

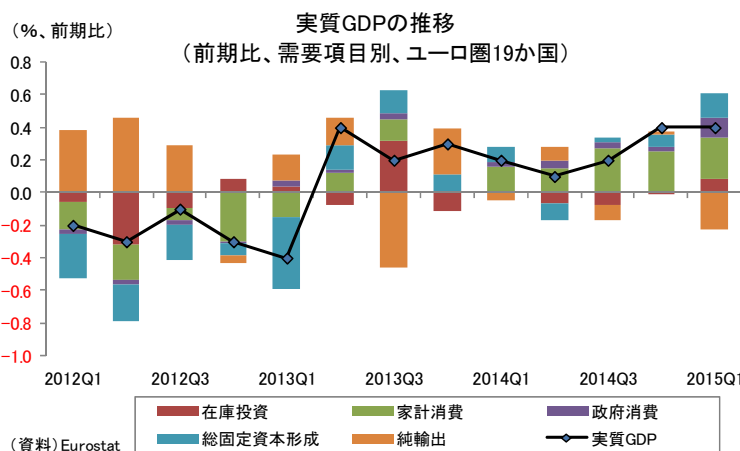
昨日の為替市場は乱高下の展開。早期利上げ観測の強まりがリスク回避姿勢の強まりを呼び、新興・資源国通貨を中心としたリスク資産からの退避を促しているとの声が散見されている。2013 年 5 月のバーナンキショック以来、何度も見てきた光景だが、東アジアを中心として潤沢な外貨準備(及びその融通網)が備えられている今、通貨危機の再来といった懸念は行き過ぎだろう。米利上げに関し、市場にとっての想定外シナリオは「6 月利上げ」か「年内利上げ見送り」のどちらかであり、9 月や 12 月に利上げを行うのであれば、ドル/円相場は 5 月 29 日発行の『中期為替相場見通し』で示したシナリオに沿って進捗すると考えられる(6 月上値は 126 円、年内上値は 130 円)。

～ユーロ圏:消費主導の成長が鮮明に～

ところで昨日はユーロ圏 1～3 月期

GDP の 2 次推計値が公表され、足許の状況に関し、需要項目別の推移が確認できるようになった(図)。ユーロ圏 1～3 月期実質 GDP は 1 次速報値と変わらず前期比+0.4%と堅調な結果となった(前年比+1.0%、以下特に明記の無い限り前期比)。明らかになった需要項目別では+0.4%のうち、0.3ポイントが家計消費によって支えられており、特に 2014 年 1～3 月期以降

のユーロ圏経済を振り返ってみると家計消費が成長の大宗を稼いできたことは明白である(2014 年 1～3 月期から 2015 年 1～3 月期までの累積成長率+1.30%のうち、+1.08 ポイントが家計消費によ

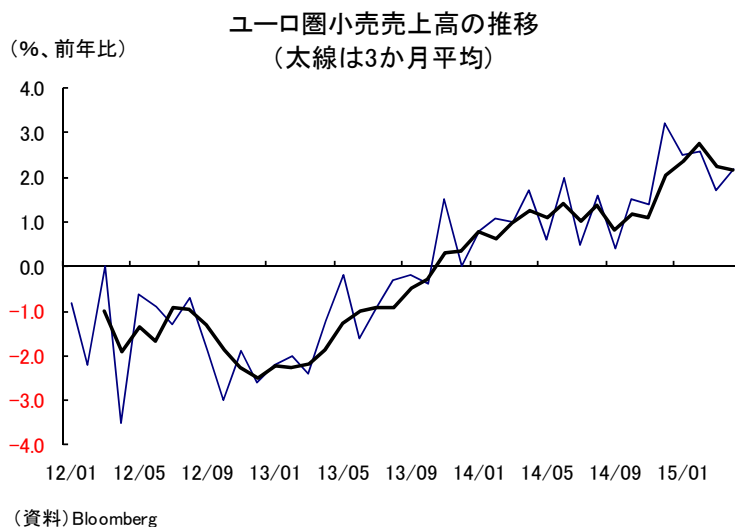


って賄われた)。家計消費以外では、総固定資本形成が+0.2 ポイント、在庫投資が+0.1 ポイント、政府消費が+0.1 ポイントと続いている。

ここにきて投資(総固定資本形成)

が押し上げ役として加わっていることは心強いが、後述するようにユーロ安が大して輸出の押し上げに繋がった形跡がない以上、持続的な投資増加には内需の堅調が続く必要がある。失業率は歴史的な高水準から徐々に低下し、これに伴って域内の小売売上高などは4月に入ってから近年稀に見る好調さを維持しているが、あくまで特殊な追い風を前提とした動きであることは割り

引いて考える必要がある。なお、国別ではドイツが+0.3%、フランスが+0.6%、イタリアが+0.3%、スペインが+0.9%となっており、これらも一次推計値から大きくイメージは変わらない。



～通貨安の効用を否定する ECB ペーパー～

但し、1～3 月期 GDP においては輸出が+0.3 ポイント、輸入が▲0.5 ポイントとなっており、純輸出では▲0.2 ポイントの押し下げ寄与となっている。ユーロ相場下落が本格化したのは昨年5月からだが、この期間に相当する昨年4～6 月期から今年1～3 月期までの累積成長率+1.1 ポイントのうち純輸出は▲0.2 ポイントとマイナス寄与である。これを内需の強さの表れと前向きに受け取ることも可能だが、1 年で 20% 近くも通貨が下落したにも拘わらず、純輸出が全く成長に寄与していないというのは違和感を覚える。

6 月 3 日の ECB 理事会後会見でドラギ ECB 総裁自身が述べた通り、外需が弱含んでいる状況にあって通貨安の効果が発揮できていないという見方も一理ある。だが、そもそも通貨安自体にそこまで期待すべきだったのかという議論もある。昨日はユーロスタットによる GDP 公表と時を同じくして ECB がワーキングペーパー『為替レート、非対称的なショックと非対称的な分配(The exchange rate, asymmetric shocks and asymmetric distributions)』を公表しているが、この中でも「輸出は通貨下落よりも通貨上昇に強く反応する」との分析が披露されている。具体的には「通貨安を受けた輸出増は、能力増強にコスト・時間が掛かるため企業は恩恵を享受しにくい。一方、通貨高を受けて企業の競争力は劣化するので早めに輸出数量を抑制する」といった主張がなされているが、端的に言えば通貨安の効用を否定する分析と受け止められる。ワーキングペーパーの主張は ECB の主張を代表するものではないが、事実として通貨安に応じて所期の効果が出ていなそうなことは GDP 統計から推察される。

こうした分析に立てば、マイナス預金金利に始まり拡大資産購入プログラム(APP)で締め括られた ECB による包括緩和は劇的な通貨安効果をもたらしたものの、実体経済へのインパクトという意

味では疑問符が付くことになる。片や、超低金利と株高という資産市場における反応は企図した通りに現れており、インフレ期待にも押し上げ効果が確認されている。

問題は、今後、APP が縮小に向かうプロセスでは高い確率で為替・債券・株の資産市場で巻き戻しが発生し、その過程で生じる通貨高に対して企業は一通貨安の時よりもネガティブに反応する可能性が高いということである。もちろん、債券を購入していた中央銀行も損失を被るはずだ。出口以前に既に生じている債券市場の変動率上昇なども踏まえれば、包括緩和が総合的に見てメリットのある政策だったのかどうかはやはり議論の余地があるだろう。

～「いつわりの夜明け (false dawn)」の見極めが重要～

話を GDP に戻す。結局、通貨安を背景とする輸出に大きな期待を寄せられないのだとすれば、堅調な個人消費がどこまで持続するのかといった点がユーロ圏 GDP を読む上での鍵となってきたであろう。この点、欧州委員会春季経済予測で示されたような通貨安・原油安・低金利というトリプルメリットを tailwinds (追い風) とした成長期待は確かに合理的である。

しかし、原油価格にしても、ユーロ相場にしても 3 月中旬を境として底打ちしているし、低金利も APP の余波を受けて乱高下している。従前の tailwinds が headwinds (向かい風) となる兆候も感じられる状況下、既に政策出尽くし感のある ECB がどのような立ち回りを演じていくのかは見物である。日本の経験を踏まえれば、中央銀行が量的緩和政策まで踏み込んだ後にも景気回復の持続力は弱く、幾度も「いつわりの夜明け (false dawn)」を経験してきた。「ユーロ圏の日本化は峠を超えた」との主張が勢いを増す中であって、容易に楽観論に乗らない慎重さを持ちたいところである。

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

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
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～ハロウィーン・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？～)