

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 14 日)

ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候

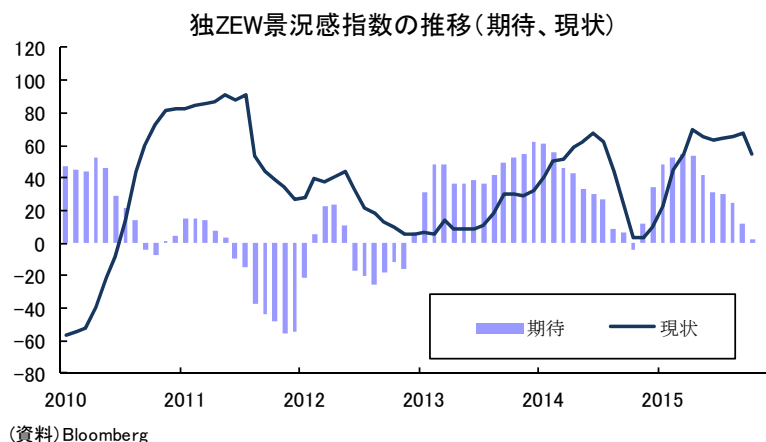
ドイツ 10 月欧州経済研究センター(ZEW)景況感指数は先行き 6 か月の見通しを示す期待指数に関し、1 年ぶりの低水準に大幅悪化。中国を筆頭とする新興国経済の減速が懸念されていたところにドイツ自動車最大手企業による排ガス不正問題の拡がりを受けて、ドイツ経済のマインドは急激に悪化し始めている。双方の問題共に、ドイツ経済の生命線たる輸出動向に関わる不安材料であり、急激に悪化したマインドは今後、実体経済活動にも表れてくるだろう。ZEW の期待指数とドイツ実質 GDP の関係は比較的安定しており、ユーロ相場見通しという観点に照らせば、「ドイツ経済失速→ユーロ圏経済失速→インフレ期待失速→ECB 追加緩和」といった経路を辿ってユーロ安が進む可能性は高い。だが、中長期的に見ればデフレ圧力の強まりを通じてユーロ圏実質金利を押し上げる話であり「ファンダメンタルズに照らせばユーロは強い」という筆者の主張は不変。

～勢いを帯びる「年内利上げなし」説～

昨日の為替相場はユーロや円が堅調な展開。昨日発表された中国 9 月貿易統計に関し、輸出こそ前年比▲3.7%と市場予想(同▲6.0%)よりも小さな落ち込みに止まったが、輸入が同▲20.4%と市場予想(同▲16.0%)を大きく下回り、中国経済について不安視するムードが強まった。これにより為替市場ではユーロや円といった安全通貨への逃避が進んでおり、それぞれ 1.1411、119.56 円をつける値動きが見られている。なお、一昨日のブレイナード FRB 理事に続いて、昨日はタルーロ FRB 理事からも年内利上げを支持しないとの発言が飛び出している。「年内利上げなし」説も勢いを帯び始めている中、ドル/円相場の上値は重くなっても致し方ない状況と見受けられる。

～ZEW 景況感指数は 1 年ぶりの低水準～

ところで昨日はドイツ 10 月欧州経済研究センター(ZEW)景況感指数が公表されている(図)。元より中国を筆頭とする新興国経済の減速が懸念されていたところにドイツ自動車最大手企業による排ガス不正問題の拡がりを受けて、ユーロ圏経済の機関車たるドイツ経済のマインドは急激に悪化し始めている。今後 6 か月の見通しを示す期待指数は市場予想の中心であった 6.5 を大きく



下回る 1.9 となり、前月の 12.1 から大幅に悪化した。期待指数の悪化はこれで 7 か月連続であり、

水準としても 2014 年 10 月以来、1 年ぶりの低水準となる。ZEW は公表文において、ドイツ経済は依然底堅いとの見方を維持しているものの、過去半年のうちに急激に悪化したマインドは今後、実体経済活動にも表れてくることになるだろう。

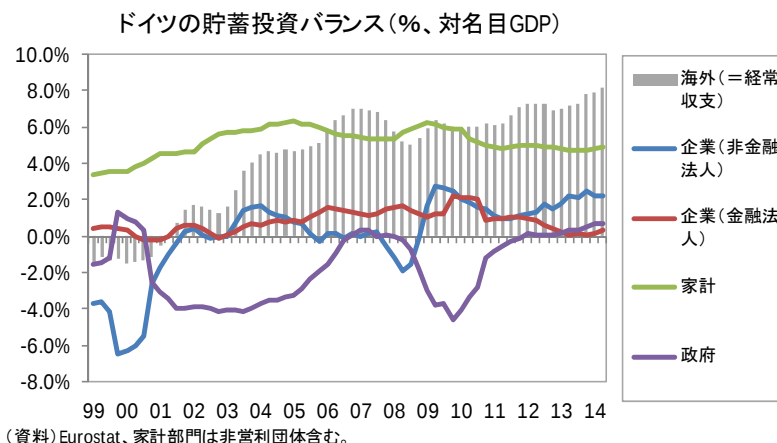
～生命線たる輸出動向を脅かすもの～

中国経済減速にしても、自動車最大手企業による排ガス不正問題にしても、ドイツ経済の生命線たる輸出動向に関わる不安材料である。

本欄では繰り返し議論している論点ではあるが、動学的な資源配分の要である貯蓄・投資 (IS) バランスに着目した場合、基本的にドイツ経済は海外部門の需要により成り立っていることが分かる(図)。図示されるように、過去 3 年間、ドイツで

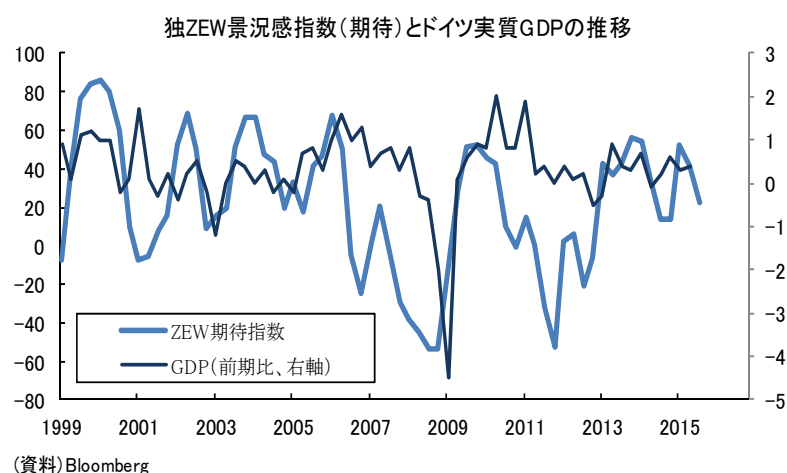
は家計・企業・政府の全国内部門が貯蓄過剰という異様な状況にあり、ここで不足した需要が海外部門によって埋め合わせられるという構図にある。

斯かる状況下、輸出動向に陰を落とすような材料が俄かに増え始めていることを踏まえると、ZEW 景況感指数のようなソフトデータはもちろん、今後、GDP のようなハードデータの失速してくる公算は大きい。現に、先週はドイツ 8 月鉱工業生産が市場の増加予想(前月比+0.2%)に対し同▲1.2%と減少しており、不穏な兆候が感じられる。



～追加緩和は必至の情勢か～

図示されるように ZEW の期待指数がドイツ実質 GDP(前期比)の動きに先行してきたという印象は強い。ユーロ相場見通しという観点に照らせば「ドイツ経済失速→ユーロ圏経済失速→インフレ期待失速→ECB 追加緩和」といった経路を辿ってユーロ安が進む可能性は高い。9 月 3 日の ECB 理事会ではインフレ期待の unanchoring(不安定化)が議論された跡が確認されており¹、既に追加緩和の下地はあると考えられる。だが、元よりデフインフレ懸念が強まっているところへドイツ経済失速に端を発する域内景気失速が重なることで、デフレ圧力は一段と強まる格好となる。この点、



¹ 本欄 2015 年 10 月 9 日号『ECB 理事会議事要旨 (9 月 2～3 日開催分) ～崩れるインフレ期待?～』をご参照下さい。

中長期的な視点に立てば、今後のユーロ圏の実質金利が高止まりする展開となり、「ファンダメンタルズに照らせばユーロは強い」という筆者の主張は引き続き変える必要が無いと考えている。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
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、交差する三種の思惑～
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	クーレ発言の真意と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