

みずほマーケット・トピック(2018年5月10日)

最近のユーロ圏経済の失速について

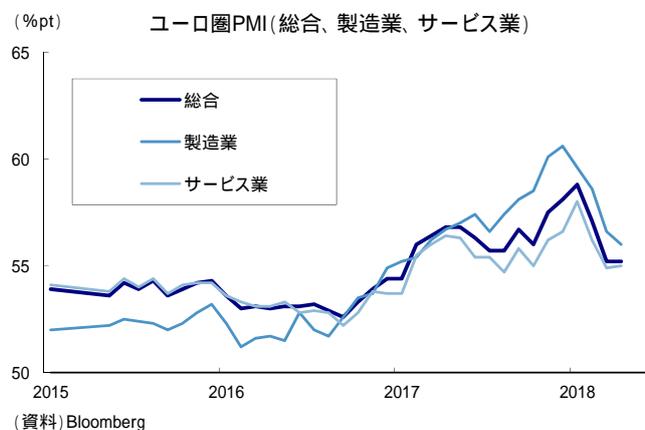
ユーロ圏経済の減速が取り沙汰されることが増えている。一部計数についてはドラギ ECB 総裁をして「予想外 (unexpected)」と言わしめており、ECB としても相応の驚きを持って受け止めている。寒波、ストライキ、イースター休暇のタイミングによる問題、インフルエンザの流行などの一時的な要因を指摘する声が多いが、ECB のチーフエコノミストであるプラート理事は「減速は予想よりも早く訪れており、そのサプライズは広範に亘っている」とやや不安も覗かせている。現状の ECB は「恐らく大丈夫だと思われるが、やや不安」といった基本認識にあり、今後の正常化プロセスを見通す上では、殊更、経済分析が重要な局面に差し掛かっている。实体经济の軟化が見られる中でユーロ高を引き起こすことへのためらい、またユーロ高それ自体がただでさえ冴えない物価情勢を押し下げる恐れなどを考慮すれば、APP の廃止までは漕ぎ着けても利上げに関しては「議論の検討」までが精一杯というのが筆者の予想である。

～ 肝心の論点は変わらず～

昨日の為替市場では資源国通貨が騰勢を強める展開となった。米原油在庫の減少や米国がイラン産原油の購入削減を諸外国に求めたことなどが材料視され、原油価格は71ドル台と3年5か月ぶりの高値まで上昇している。これに応じて関連通貨が買われており、特にカナダドルは約2か月ぶりの高値圏で推移している。かかる状況下、今晚発表の米4月消費者物価指数(CPI)に注目が集まっており、コアベースでも前年比+2.1%から同+2.2%へ2%台を超えて加速する見通しとなっている。この通りとなれば米10年金利の3%台定着、ドル/円相場の110円トライも再びあるのだろう。だが、繰り返し述べるように、肝心の論点は米实体经济が高金利に耐えられるかどうかである。

～ ユーロ圏の減速は一時的なのか？～

ところで、ここに来てユーロ圏経済の減速が取り沙汰されることが増えている。象徴的に取り上げられるのがユーロ圏購買担当者指数(PMI)であり、4月分は55.1と2017年1月以来の低水準を記録した。この動きについてはドラギ ECB 総裁をして「予想外 (unexpected)」と言わしめており、ECB としても相応の驚きを持って受け止めていることが窺い知れる。こうしたソフトデータと平仄が合うようにハードデータも悪化しており、例えば先週2日に公表されたユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.4%と前期まで4四半期連続で同



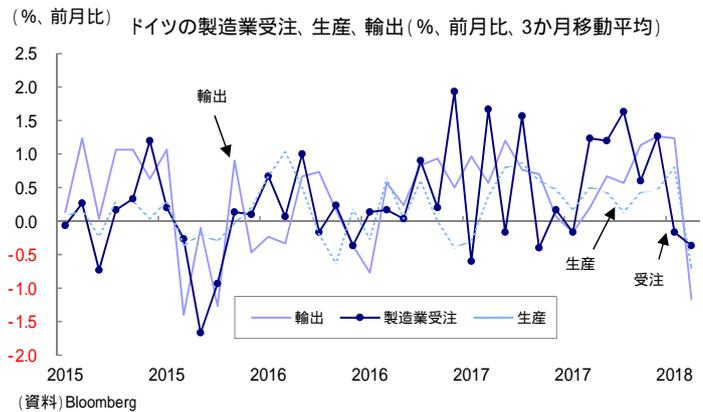
+0.7%となっていた増勢に衰えが見られている。寒波、ストライキ、イースター休暇のタイミングによる問題、インフルエンザの流行などの一時的な要因を指摘する声が多く、もっぱら基調的な減速とはならないとの分析が大勢である。7日にジュネーブで行われた講演でも ECB のチーフエコノミストであるプラート理事がこれらの要因に言及した上で「景気拡大ペースの減速が継続的な需要軟化を反映している兆候は今のところ見当たらない」と先行きに変わらない自信を示している。

また、同理事は「2017 年下期に見られた例外的な高成長からの減速 (A deceleration from the exceptionally high growth rates) は予測されたもの」とも述べており、足許の不調はこれまでの反動の域を出ないものと整理している。確かに、従前の好調さを踏まえればある程度の減速は止むを得ないであろうし、減速したとはいえ前期比で+0.4% (年率で見れば+1.7%) という成長率はユーロ圏の潜在成長率を超えるものであるため、数字自体は大きな不安を伴うものではない。

しかし一方、同理事は「減速は予想よりも早く訪れており、そのサプライズは広範に亘っている。殆どのセクター、国におけるソフトおよびハードデータで観測されている」とも述べており、現在直面している経済動向について一抹の不安も覗かせている。このような「恐らく大丈夫だと思われるが、やや不安」といったテンションは、(当然だが)4月26日の政策理事会後に見られたドラギ総裁の言動と全く同じであり、これが ECB の公式見解ということになる。同理事会では「年初来の経済動向を読み解くことが次のステップを決める上で非常に重要」との基本認識を示した上で「(現状の落ち込みに関して)一時的なのか、永続的なのか」、「供給過剰なのか、需要過剰なのか (more supply or more demand)」を理解することが重要だと強調している。会見の中でドラギ総裁は「より深刻な停滞の始まり (the beginning of a more significant decline)」の可能性も捨て切れないとも述べていた。

～ユーロ高は無関係なのか？～

かかる状況下、ECB が正常化プロセスを推進していくにあたって、実直な経済分析が非常に重要な意味を持つ局面に差し掛かっている。政策理事会が指摘するように、恐らく減速は一過性のものなのかもしれない。確かに、年初来見られている各種計数の落ち込みは不自然なほど大きく、外的なショックという印象は確かに受ける。だが、ここで重要になる論点は「過去 1 年間のユーロ急騰が全くの無関係と言えるのかどうか」ではないか。



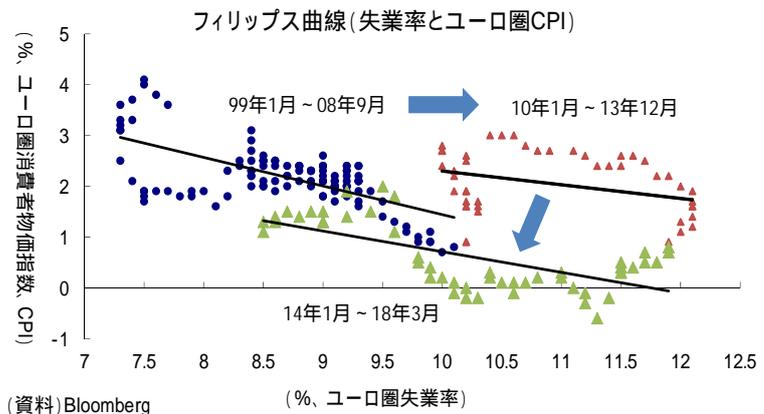
図はドイツの輸出、生産そして製造業受注の推移を見たものだが、いずれも 2018 年に入ってから大きく失速している。もちろん、一時的要因も寄与しているように、2017 年通年において対ドルで約+15%、実質実効為替ベースで約+6%も上昇したユーロ相場が輸出関連の計数に影響しなかったと言えるだろうか。ちなみにプラート理事は上述の講演で「ユーロ高が輸出の伸びを阻害する兆候は限られたものである。年初 2 か月で伸びは減速しているが、非常に高い水準からの動きである」と述べ、影響は認めるが深刻ではないという見解を示している。

だが、正常化プロセスを進める限りにおいてユーロ相場の騰勢は続くことになる。既に拡大資産

購入プログラム(APP)は、その「終わらせ方」に議論の余地はあるとは言っても、終了自体は既定路線であるため、ここに為替相場のショックは訪れないだろう。問題は利上げの先行きであり、この点について前向きな議論が始まればユーロ相場は再び2017年のような騰勢を経験すると考えられる。年初来のユーロ相場が小康状態にあり、足許で下落し始めているのは利上げ見通しの視界が開けない中で足許の経済指標に軟化が見られているからである。筆者は、現時点でもユーロ高について「不透明性の源泉」と警戒している ECB の基本姿勢を踏まえれば、正常化プロセスは「APPの年内打ち切り」までが関の山であり、その先の利上げ議論は封印せざるを得ないと考えている。

～ユーロ圏のフィリップス曲線は沈んだまま～

なお、ユーロ圏の正常化プロセスを展望する上では物価情勢も当然重用になる。というのも、物価が確実に浮揚し始めている米国とは異なり、ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は総合、コアともに冴えない。過去半年間を振り返ってみても、総合ベースでは前年比+1.4%程度、コアベースでは同+1.0%程度で横ばいとなっており、物価だけを見れば正常化プ



ロセスを敢行できるような状況ではない。もちろん、好調な実体経済に応じて失業率は順当に低下しているが、物価はこれに反応していない。図に示されるようにユーロ圏のフィリップス曲線は欧州債務危機を挟んで右方シフトした後、下方シフトしており、過去20年で構造的な変化が進んだように見受けられる。日本のようにフラット化こそしていないが、かつてに比べれば労働市場に対する感応度は弱まっており、物価の絶対水準も押し下げられているのが実情であろう。日米中銀に比べて2%目標への拘りが特に強いという性質の ECB が果たしてこの物価情勢の下で正常化プロセスを推進できるのだろうか。既に一連の経済指標悪化を受けて2019年の利上げ織り込みは後退しており、これがユーロ相場の軟化に繋がっている。

実体経済の軟化が見られる中でユーロ高を引き起こすことへのためらい、またユーロ高それ自体がただでさえ冴えない物価情勢を押し下げる恐れなどを考慮すれば、APPの廃止までは漕ぎ着けても利上げに関しては「議論の検討」までが精一杯というのが筆者の予想である。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を迎えて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて…～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールド「はいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分け」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベアスマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について