

みずほマーケット・トピック(2018年6月20日)

「ユーロ危機 2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～

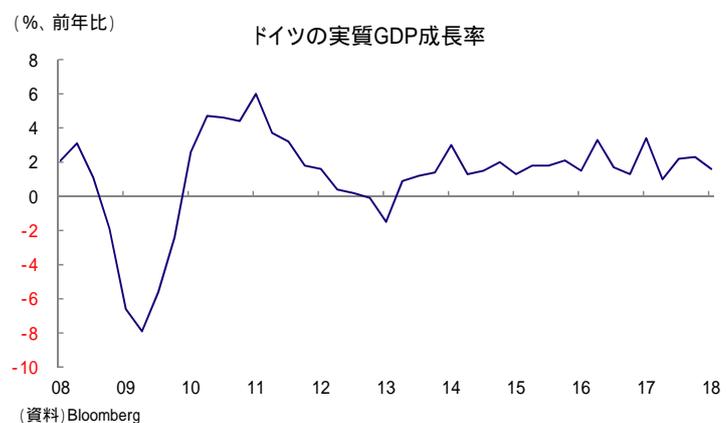
昨日、ドイツ Ifo 研究所から発表された経済見通しが示唆に富むので紹介しておきたい。結論を先に言えば、「ドイツは良いが、他国が駄目」というのが予測の要諦となっており、今後のユーロ圏経済については ECB の金融政策運営を占う上で重要な手掛かりを提供してくれる材料である。予測にまつわるリスクバランスの評価に関しては、はっきりと「春予測と比較して著しくダウンサイドリスクは増した」とされており、とりわけ米国の保護主義およびイタリアのポピュリスト政権への警戒が強く示されている。EU は今後、外からは米国と内からはイタリアに挟撃される公算が大きく、これを「ユーロ危機 2.0」と表現することに筆者も違和感はない。本欄では繰り返し懸念を論じているが、やはり加盟国の来年度予算編成が本格化する 10 月のタイミングで ECB が国債購入を減少し始めるという事実は、市場が思っているよりも簡単な話ではない可能性。

～米中共倒れリスクを意識～

昨日の為替市場では米中貿易摩擦への懸念が取り沙汰される中で円買いが強まり、一時対ドルで 110.58 円をつけた。報復合戦の様相が強まっている米中貿易摩擦に関しては、筆者を含め多くの市場参加者が「最終的にはディールで手打ち」と認識していそうだが、現状のところ、お互い退く様子を全く見せてこないことからリスク資産を手放さざるを得ない地合いである。昨日の米株は下げ渋っているものの、現在報じられているような制裁行動が本当に取られた場合、米中経済は貿易取引が抑制される中での不況下の物価高(スタグフレーション)に追い込まれ、共倒れとなる公算が大きい。いずれにせよムニューシン米財務長官が停戦を口にした米中貿易戦争だったが、停戦はあくまで米朝首脳会談が無事に終わるまでのポーズだったということは明らかであり、今秋の中間選挙そして 2020 年の再選に向けてヒートアップする可能性が大きい。

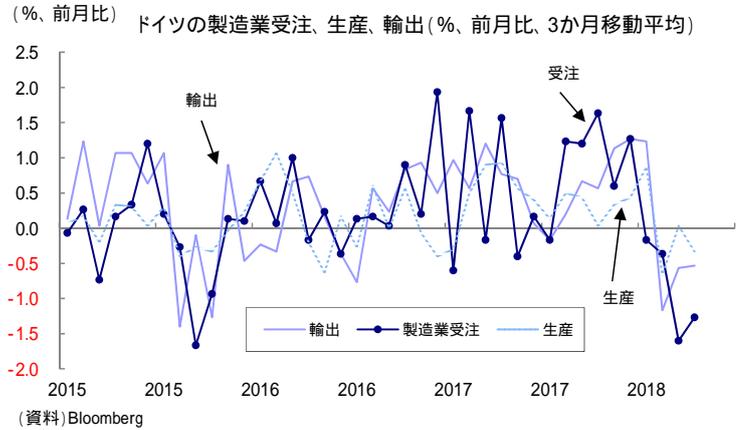
～「ドイツは良いが、他国が駄目」が要諦～

ところで昨日はドイツ 6 大経済研究所の 1 つである Ifo 研究所から 2018～19 年のドイツ経済見通しが公表されている。2018 年、2019 年の実質 GDP 成長率見通しは従前の 2.6%/2.1%から共に 1.8%へと切り下げられている。既に ECB 政策理事会などでも公式に認められているように今年上半期の欧州経済は政策当局が想定する以上の減速を経験している。今回の予測ではこれが素直に反



映された格好だが、先行きに対しての見方も慎重化しており、一過性のものではないという危機感が随所に見受けられる見通しとなっている。結論を先に言えば、「ドイツは良いが、他国が駄目」というのが予測の要諦となっており、今後のユーロ圏経済については ECB の金融政策運営を占う上で重要な手掛かりを提供してくれる材料として紹介しておきたい。

まず、ドイツ経済自体は予測期間中、堅調であり賃金・物価も相応の上昇が続くと見通しが示されているものの、不安の芽生えも見られる。周知の通り、年初からのドイツ経済(を筆頭とする欧州経済)は減速しており、これは基本的に輸出と設備投資の減速が効いてきた部分が大きいとの分析が示されている。その理由としては全国的なストライキやインフルエンザといった一時



的要因が挙げられているものの、「仮にそれが理由だとしたら、鉱工業生産は 4 月までに急回復していないとおかしい」との認識が示されている。しかし、図に示されるように、輸出・受注・生産といったドイツ経済の原動力となりそうなハードデータはそこまではっきりとした復活を示していない。

こうした冴えない現状について今回の予測では海外経済環境の悪化に原因を求めている。まず、主要な貿易相手国である欧州諸国にまつわる楽観論が消え、それどころかドイツに対する製造業受注が顕著に減少しているとの指摘が見られる(特にユーロ圏からの受注が減っているという)。図を見れば一目瞭然だが、製造業受注の落ち込みはとりわけ大きいものとなっている。また、米国の保護主義政策の先鋭化も間違いなく(undoubtedly)、海外経済環境の悪化に責任があるとしている。

しかし、繰り返しになるが国内経済に関しては完全雇用と目される労働市場を背景に非常に力強い見通しとなっており、上で見たように成長率こそ減速するものの、2019 年にかけて失業率は 5%を割り込み、単位労働コスト(ULC)は加速する(2018 年 2.0%から 2019 年 2.3%)など、好調そのものの状況が続きそうである。あくまで自国の経済・金融情勢は磐石だが、(他のユーロ圏諸国を含めた)海外経済が足枷となるという現状分析であり、これが予測にも大いに影響している。

～リスクの所在:海外は米国、域内はイタリア、国内は連立政権～

予測にまつわるリスクバランスの評価に関しては、はっきりと「春予測と比較して著しくダウンサイドリスクは増した」とされている。背景としては、やはりトランプ政権下で先鋭化する保護主義の存在が指摘されており、既に導入済みの鉄鋼・アルミニウム追加関税に加え、検討中である自動車への追加関税なども相まって、非常に大きな GDP の損失が発生すると分析されている。米中貿易戦争の継続も踏まえつつ、これらは「もはや無視できないリスク(no longer a negligible risk)」というのが Ifo 研究所のリスク認識として示されている。このほか海外経済関連では原油価格の上昇なども指摘されているが、やはり米国絡みの指摘が目立つ。

とはいえ、ダウンサイドリスクはユーロ圏でも高まっており、ここではイタリア新政権の存在が指摘されている。ポピュリスト政権下での拡張財政が政府債務の高止まりを招き市場混乱に至る可能性

は元より、ワーストケースとしてイタリアのユーロ離脱が通貨同盟の存続自体に疑問を投げかける可能性まで言及され、その経済的影響は計り知れない(cannot be quantified)としている。その後、ドイツに関しては新たな連立政権の財政政策の行方が経済動向の鍵を握るとの指摘があり、その不透明性がリスクとして指摘されているが、やはりイタリアの先行きと比べれば小さなものと考えられる。

総合すると、ドイツ経済にとってのリスクは海外については米国、域内についてはイタリア、国内については連立政権の運営動向とされており、最初の2つを重く見ていることが分かる。

～「ユーロ危機 2.0」との指摘～

今回の予測を受けて Ifo 研究所のエコノミストであるティモ・ボルマー・ジョイザー氏は「今年最初の数か月の国内経済は予想より大幅に弱かった」、「世界経済のリスクが大幅に高まった」との基本認識に触れた上で「ドイツ経済の利点を大幅に上回る2つのリスクがある。イタリアと貿易戦争を通じたユーロ危機 2.0 だ」と述べている(6月19日、ロイター報道)。EUは今後、外からは米国と内からはイタリアに挟撃される公算が大きく、これ自体を「危機」と表現することに筆者も違和感はない。特に、本欄では繰り返し懸念を論じているが、やはり加盟国の来年度予算編成が本格化する10月のタイミングでECBが国債購入を減少し始めるという事実は、市場が思っているよりも難易度が高いリスクを孕んでいるようにも感じられてならない。

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.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
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
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世界経済見通しを受けて～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2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受けて～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に～
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28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世界経済見通し修正を受けて～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～