

みずほマーケット・トピック(2018 年 11 月 6 日)

露わになるユーロ圏の経済減速～注目される ECB の挙動～

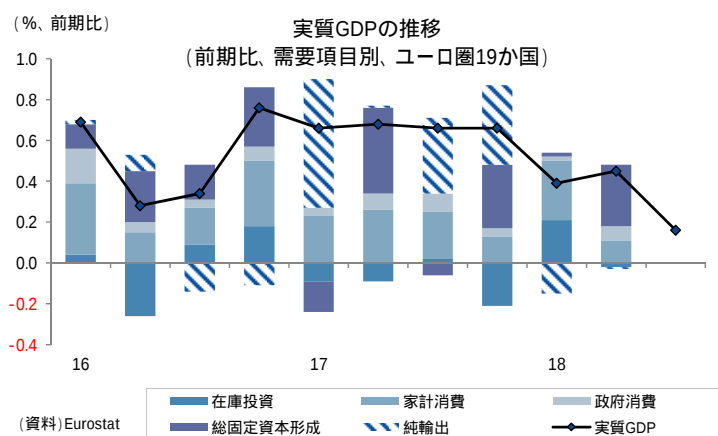
先週発表されたユーロ圏 7～9 月期 GDP(1 次速報値)では域内経済の減速が鮮明になった。国別に見ても大国の減速が目につく。年前半、ECB が主張していた一時的要因(大寒波、ストライキ、インフルエンザの流行など)が成長率を引き下げた部分もあるが、減速は明らかに ECB の想定を超えて長引いている。実際のところ、循環的な減速局面の到来があっても全く不思議ではなく(22 四半期連続でのプラス成長は過去最長)、域内ではイタリア、ドイツの政治混乱があり、域外では英国、米国との摩擦を抱える EU/ユーロ圏の景気は加速が難しい環境にある。このままユーロ圏がリセッションに陥るとは思わないが、ECB を筆頭とする「減速は一時的」との楽観的な認識は改める必要がある。欧州委員会発表のユーロ圏景況感指数も下降トレンドに入っており、域内経済主体が積極的な消費・投資行動に踏み込めない現状が浮き彫りになっている。かかる状況下、ECB がいつまで正常化プロセスに固執するのかが最大の注目点に。

～中間選挙を前に巻き戻し優勢～

昨日の為替市場では米中間選挙を前に従前のドル買いを巻き戻す動きが優勢となった。日本時間の明朝から開票作業に入る中間選挙に関してはメインシナリオとして上院で共和党が過半数を維持する一方、下院は民主党が奪回するという構図が想定されており、その通りであれば相場も小動きにとどまる。だが一部では上下院とも共和党が過半数を維持する構図も囁かれており、これが今回のリスクシナリオとなる。実現すればトランプ米大統領当選時のような相場反応(ドル高・株高・金利高)が想定され、ドル/円相場では 115 円を視野に捉えることになる。

～露わになるユーロ圏経済の減速～

ところで先週 10 月 31 日にはユーロ圏 7～9 月期 GDP(1 次速報値)が公表されている。イタリアを巡る騒動の陰であまり注目されていないが、前期比+0.2%と 4～6 月期の同+0.4%から減速し、伸び率としても約 4 年ぶり(2014 年 4～6 月期以来)の小さなものとどまっている。市場予想の中心(同+0.4%)も下回った。国別ないし需要項目別の計数は続報を待つ必要があるが、既に判明しているイタリアはゼロ%成長、フランスは同+0.4%と堅調を示しているものの国鉄ストライキを受けて減速していた前期(同+0.2%)からの反動増である。なお、来週 14 日に公表されるドイツについてもゼロ%成長という



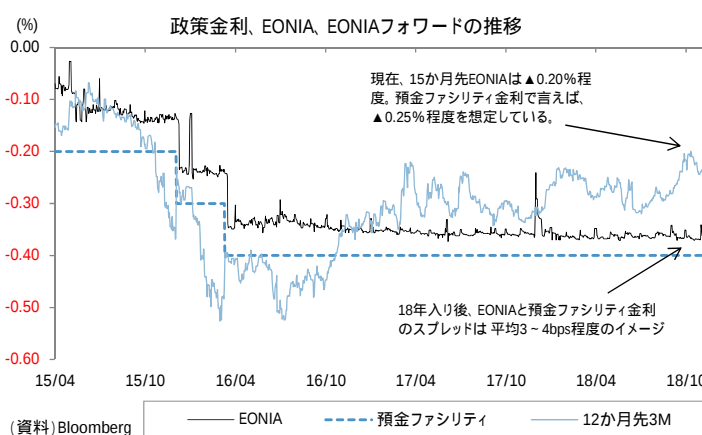
声も出ている。本欄では繰り返し論じている点だが、2017 年は純輸出のひととき強い伸びが成長を支えた経緯がある。ユーロ相場が急騰した翌年に相当する今年はその減速から成長が頭打ちになる可能性があった。前頁図に示されるように、現実はその通りとなっている。もちろん、ECB が当初主張していたように一時的要因(大寒波、ストライキ、インフルエンザの流行、イースター休暇の前倒し)が成長率を引き下げた部分もある。というよりも、そのような指摘が真っ当なものであっただけに、年前半は誰しもユーロ圏経済の減速は一時的だと疑わなかった経緯があるのではないか。実際は循環的な減速局面の到来があっても全く不思議ではない状況であったし(22 四半期連続でのプラス成長は過去最長)、域内ではイタリア、ドイツ、域外では英国、米国との摩擦を抱える EU/ユーロ圏の加速を想定するのは難しい環境であることも客観的に確かであろう。

ユーロ圏に対する認識が厳しくなり始めたのは年央以降である。今年6月、独 IFO 経済研究所が今年と来年のドイツの成長率予測を大幅に下方修正する際、イタリア背局の混乱や貿易戦争懸念を受けて「ユーロ危機 2.0」を警告するという動きがあり、翌7月には IMF 協定4条に基づくユーロ圏経済の定例見直し(いわゆる4条協議報告書)においてユーロ圏の成長はピークアウトしており、見通しに関しては「とりわけ深刻(particularly serious)」と指摘した。もちろん、このままユーロ圏がリセッションに陥るような事態は考えづらいが、少なくとも ECB を筆頭とする「減速は一時的」との楽観的な認識が誤りであったことは間違いないだろう。欧州委員会発表のユーロ圏景況感指数がはっきりと下降トレンドに入り始めていることは、企業や家計といった経済主体が積極的な消費・投資行動に踏み込めない現状を示唆している。



～ ECB、正常化プロセスを再点検すべき～

こうした状況下、注目されるのが正常化プロセスへの意欲を示す ECB の「次の一手」への影響である。イタリアおよびドイツにおける政局混乱などは一過性のイベントとして終わる可能性もあり、しかも景気への具体的影響もイメージが難しい。しかし、以上で見るような基礎的経済指標の悪化は直接的に金融政策運営に影響を持つ筋合いがある。これほどははっきりと GDP が減速している以上、経済・物価見



通しへの影響は不可避ではないか。現状では10月政策理事会でも確認されたように、ECB は「年内に量的緩和終了、12月に再投資方針に係る議論着手(の指示?)、最速で来年9月に利上げ」

という市場期待の修正に努めるつもりはどうやらない。ゆえに、ユーロ圏翌日物無担保金利加重平均(EONIA)フォワード金利などに現れる利上げ織り込みも変わっておらず、例えば来年12月の政策理事会を考慮する12か月先3か月後について言えば、EONIAは現状の▲0.36%から▲0.25%程度まで上昇する見込みで、利上げ1回分を完全に織り込む状況にある(前頁図)。指標の悪化にも拘らずユーロ相場が崩れないのはECBへのこうした政策期待がためと考えられる。

ECBはこのスタンスをいつまで貫けるのだろうか。ドラギECB総裁は7月の政策理事会で足許の景気減速は昨年後半から続く「異例の高成長からの反動(the pullback from the unusually strong growth rates)」であり、とりわけ「異例に強い輸出動向(an unusually strong export performance)」が減速していることの結果に過ぎないとの見解を示していた。ゆえに、正常化路線の修正は不要という考え方である。これは一理あるが、「何故輸出が減速したのか」という問題意識も重要である。それは2017年におけるユーロ相場の急騰に一因があり、それをもたらしたのはドラギ総裁自身の発言(2017年6月のシントラ講演)だったはずである。また、貿易戦争を受けたセンチメントの悪化が輸出の伸びを押さえているという経路もあるだろう。そもそも今年前半には「一時的」という分析だった景気悪化が、今年後半に入ってより状況が悪くなっている以上、ECBは正常化プロセスの再点検が必要な状況になっているのではないか。GDPの基調的な減速というこの上なく分かりやすいサインが出ている最中で、12月の政策理事会は本当に再投資停止の議論に着手するのか。任期満了まで一年を切ったドラギ総裁の「花道」論に配慮するような政策運営にならないことを期待したい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～黙らせは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半年期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半年の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～蕭々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける陰路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半年を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
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～「APPI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