

みずほマーケット・トピック(2019年1月22日)

## 堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速

昨日、IMF が公表した秋季世界経済見通しの改訂では欧州の減速感が際立った。とりわけドイツについては、2019年の見通しが1.9%から1.3%へ0.6%ポイントも引き下げられている。新排ガス基準(WLTP)への対応が遅れ、自動車生産が一時的に落ち込んだだけという見立てが多いが、そもそも世界経済が減速基調にあることは同国成長の要である輸出にとって逆風である。このほかフランスやイタリアなど政情の荒れが目立つセミア国の失速も目立ち、ユーロ圏全体の成長率も下方修正された。しかし、悲惨なユーロ圏の政治・経済情勢とは裏腹にユーロ相場は堅調である。ひとえにドル相場の急落という「敵失」が大きく、決して域内の経済・金融・政治情勢を評価したものではない。だが、域内の政治・経済が勢いを欠くからこそ、リスク許容度が毀損し、対外リスクテイクの動きが冴えず、ユーロ売りも抑制されているという面もあろう。

### ～世界経済の減速を主導する欧州～

昨日、IMFは昨年10月に公表した秋季世界経済見通しの改訂を発表し、2019～2020年の世界経済の成長率見通しをそれぞれ3.7%から3.5%へ、3.7%から3.6%へと引き下げた(表)。過去の本欄では繰り返し議論しているが、先進国における欧州の減速感は特筆すべきものがある。とりわけ目立つのが2018年7～9月期の成長率が2015年1～3月期以来のマイナスに落ち込んだドイツであり、2019年の見通しが1.9%から1.3%へ0.6%ポイントも引き下げられている。2018年9月から施行されている新排ガス基準「乗用車などの国際調和排出ガス・燃費試験法(WLTP)」への対応が遅れ、自動車生産が一時的に落ち込んだだけという見立てが多いが、そもそも世界経済が減速基調にあることを思えば、同国成長の要である輸出の先行きに関しては悲観的にならざるを得ない。このほか2019年見通しを見ると、民衆の抗議デモに喘ぐフランスや政局混乱から新年度の予算編成がもたついたイタリアがそれぞれ1.6%から1.5%へ、1.0%から0.6%へと引き下げられた。

IMFの世界経済見通し(秋季改定、2019年1月)

|      | 2019  |         |     | 2020  |         |     |
|------|-------|---------|-----|-------|---------|-----|
|      | (見通し) | (10月時点) | 修正幅 | (見通し) | (10月時点) | 修正幅 |
| 世界   | 3.5   | 3.7     | 0.2 | 3.6   | 3.7     | 0.1 |
| 先進国  | 2.0   | 2.1     | 0.1 | 1.7   | 1.7     | 0.0 |
| 米国   | 2.5   | 2.5     | 0.0 | 1.8   | 1.8     | 0.0 |
| ユーロ圏 | 1.6   | 1.9     | 0.3 | 1.7   | 1.7     | 0.0 |
| ドイツ  | 1.3   | 1.9     | 0.6 | 1.6   | 1.6     | 0.0 |
| フランス | 1.5   | 1.6     | 0.1 | 1.6   | 1.6     | 0.0 |
| イタリア | 0.6   | 1.0     | 0.4 | 0.9   | 0.9     | 0.0 |
| スペイン | 2.2   | 2.2     | 0.0 | 1.9   | 1.9     | 0.0 |
| 日本   | 1.1   | 0.9     | 0.2 | 0.5   | 0.3     | 0.2 |
| 新興国  | 4.5   | 4.7     | 0.2 | 4.9   | 4.9     | 0.0 |
| 中国   | 6.2   | 6.2     | 0.0 | 6.2   | 6.2     | 0.0 |
| ロシア  | 1.6   | 1.8     | 0.2 | 1.7   | 1.8     | 0.1 |
| インド  | 7.5   | 7.4     | 0.1 | 7.7   | 7.7     | 0.0 |
| ブラジル | 2.5   | 2.4     | 0.1 | 2.2   | 2.3     | 0.1 |

(資料)IMF "World Economic Outlook", 2019年1月

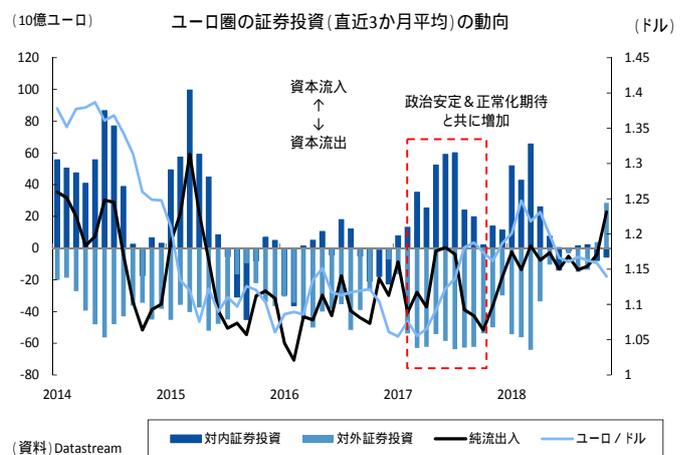
このほか2019年見通しを見ると、民衆の抗議デモに喘ぐフランスや政局混乱から新年度の予算編成がもたついたイタリアがそれぞれ1.6%から1.5%へ、1.0%から0.6%へと引き下げられた。

結果、ユーロ圏全体の成長率は 1.9%から 1.6%へ引き下げられている。上方修正された日本、横ばいだった米国と比べると欧州の劣後感が日米欧三極の中で特に目立つ仕上がりとなっている。

～ユーロ相場を支える資本フロー～

とはいえ、誰が見ても不調と言わざるを得ないユーロ圏の政治・経済情勢とは裏腹にユーロ相場には底堅さも見て取れる。ひとえに昨秋よりドル相場が高いところから急落してきているという「敵失」による部分が大きく、決して域内の経済・金融・政治情勢を評価したものではない。しかし、それだけではないかもしれない。域内の政治・経済が勢いを欠くからこそ、リスク許容度が毀損し、対外リスクテイクの動きが冴えないという面もあろう。結果、為替市場におけるユーロ売り(・外貨買い)も抑制されることになる。域内経済を評価して域外から入ってくる資本フローは当然多くない一方、域外経済を目指して域内から出て行く資本フローも(統計上は)多くないという実情がある。

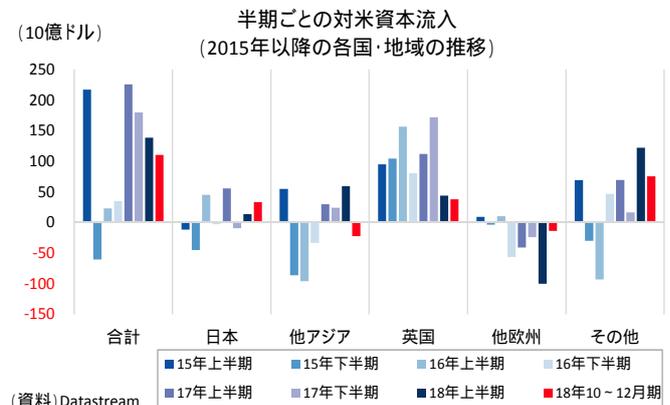
こうした事実はユーロ圏の国際収支統計における対内・対外証券投資から確認できる。まず、対内証券投資に関しては、直近 3 年間でユーロ圏への積極的な買い越し(流入)が見られたのは、2017 年前半と 2018 年前半(厳密には 1～4 月)だけである。前者に関しては 2017 年 4～5 月のマクロン仏大統領誕生に端を発する EU 政治の安定への期待も含まれていたことは本欄で何度も議論した。2018 年上半年はフォワードガイダンスの修正や拡大資産購入プログラム(APP)の打ち切り、そしてその先にある利上げや再投資停止(バランスシート縮小)といった ECB の正常化プロセスを見込んでユーロ建て資産への投資が勢いづいていた時期である。だが、2018 年後半に入るとユーロ域内への対内証券投資はほぼ途絶している(図)。



一方、域外への対外証券投資は買い越し(流出)基調が続いているが、明確に勢いは衰えており、2018 年 9 月以降は売り越し(流入、要するにレパトリ)が膨らんだ結果、ネット資本フローが大幅流入に転じている。悲惨な政治・経済情勢にも拘らず、ユーロ相場が大崩れしない背景にはこうしたユーロ圏を取り巻く資本フローの実相があることを念頭に置きたいところである。

～細る「欧州 米国」のフロー～

対ドルでのユーロ相場と資本フローの関係を考察する上では、対米証券投資動向が気にかかるところである。この点、米国側の統計(財務省、TIC レポート)から確認したものが右図となる。ユーロ圏という括りは存在しないため、「英国を除くその他欧州(図中では他欧州)」を参考にすると、基本的に両地域を巡る資本フローの方向感は「他欧州 米国」では



なく「米国 他欧州」である。もちろん、他欧州からの投資であっても英国経由で記帳されている部分が小さくないと推測されるため、実際は相当額の「他欧州 米国」のフローは存在すると思われるが、2018年に関して言えば、英国から米国への資本流入も明確に細っている(図)。

いずれにせよ、米国側のデータからも、政治・経済情勢の混沌とした状況を背景に欧州のリスク許容度が毀損し、欧州から米国への資本フロー(対外証券投資)が抑制されているという状況が見出せる。これらの事実はユーロ相場の対ドル推移を考える上では「追い風」である。世界最大の経常黒字を抱えるユーロ圏が域外への投資を控えれば、やはりユーロの実需は買いが優勢となりやすいはずである。リスク回避ムードの高まりが対外リスクテイクを抑制する結果、為替相場の堅調に寄与するという構図は円が頻繁に経験している地合いである。かつて筆者は拙著『欧州リスク:日本化・円化・日銀化』<sup>1</sup>の中でユーロ相場がそうした変質を果たしてくるとの主張を展開したが、現状はやはりそうなりつつあるように見える。いずれにせよ、現状のユーロ相場の意外な堅調の背景には「ドル安による敵失で堅調」というシンプルな理由以外に、資本フローが域内に偏在化しているという事実も覚えておくと良いだろう。

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](mailto: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。

<sup>1</sup> 唐鎌大輔『欧州リスク:日本化・円化・日銀化』東洋経済新報社、2014年11月

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuho.com/jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuho.com/jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                      |
|-------------|---|
| 2019年1月21日  | 対米貿易赤字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～                     |
| 2019年1月18日  | 週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)      |
| 2019年1月17日  | 英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～                        |
| 2019年1月11日  | 週末版   |
| 2019年1月8日   | 財界トップの相場観と静か過ぎる「波」                              |
| 2019年1月7日   | 「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について                       |
| 2019年1月4日   | 波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～                         |
| 2018年12月27日 | 3つの論点で要約する19年見通し                                |
| 2018年12月25日 | FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～                    |
| 2018年12月21日 | 週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)                 |
| 2018年12月19日 | FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)                    |
| 2018年12月17日 | 2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?                       |
| 2018年12月14日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)               |
| 2018年12月12日 | 2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～                      |
| 2018年12月11日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～                         |
| 2018年12月10日 | 動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU                           |
| 2018年12月7日  | 週末版   |
| 2018年12月5日  | 遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～                          |
| 2018年12月4日  | パリ暴動の読み方～2つの懸念～                                 |
| 2018年12月3日  | 米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～                 |
| 2018年11月30日 | 週末版   |
| 2018年11月28日 | メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～                     |
| 2018年11月27日 | 続「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由                         |
| 2018年11月26日 | ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～                         |
| 2018年11月22日 | 週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)     |
| 2018年11月21日 | ノーディールを視野に入れ始めた債券相場                             |
| 2018年11月20日 | ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について                          |
| 2018年11月19日 | イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～                          |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)                    |
| 2018年11月16日 | 週末版   |
| 2018年11月15日 | メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～                          |
| 2018年11月14日 | ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか                             |
| 2018年11月13日 | 四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～                             |
| 2018年11月12日 | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望                               |
| 2018年11月9日  | 週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)           |
| 2018年11月8日  | メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～                     |
| 2018年11月7日  | 示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとQLI～                      |
| 2018年11月6日  | 露化になるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～                     |
| 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」が勢いづかない理由                          |
| 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～底ほど弱点として露呈～                       |
| 2018年10月12日 | 週末版(国際と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 | ベース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～鑑寄せは新興国に～                        |
| 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～                    |
| 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～メルケル独首相の野心～                        |
| 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年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～) |
| 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   | 債券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年上半期の円相場の基礎的需給環境                            |