

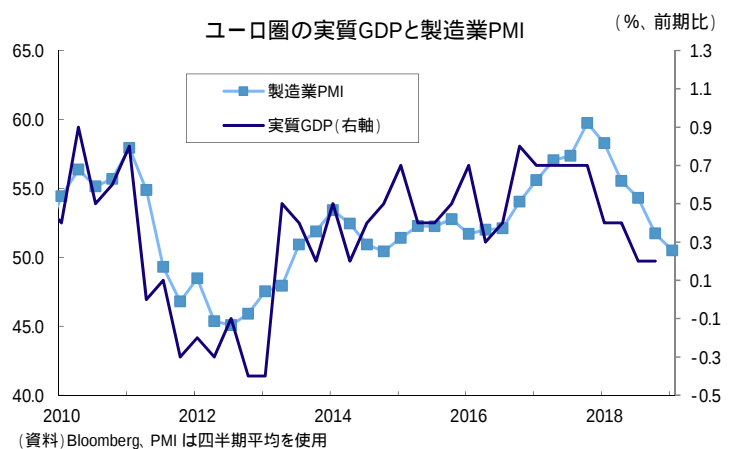
みずほマーケット・トピック(2019年2月6日)

バイトマン独連銀総裁も認める景気減速の現状

英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉を中心として欧州の政治情勢が荒れ模様だが、経済・金融情勢も着実に雲行きが怪しくなっている。先週 1 月 31 日に公表されたユーロ圏 10~12 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期並みの伸び率が確保された。しかし、過去 1 年におけるユーロ圏経済の失速は鮮明であり、2018 年通年では+1.8%と 2017 年の+2.4%から大幅に減速している。通年の成長率が 2%を割り込んだのは 4 年ぶりである。2016 年から 2017 年の成長率が出来過ぎだったのとの見方も可能だが、ECB が正常化プロセスを進めようしている現状に照らせば悩ましい状況と言わざるを得ない。製造業 PMI と実質 GDP の安定した関係を踏まえれば、少なくとも 1~3 月期のユーロ圏経済が明確に立ち直ってくる雰囲気はない。このような景気認識は当然、3 月の ECB スタッフ見通し改定でも勘案されてくるはずであり、必然的に声明文や会合後のドラギ ECB 総裁会見も強気なものにはならないと予想される。

～目先、ユーロ圏経済が底打ちする予兆はない～

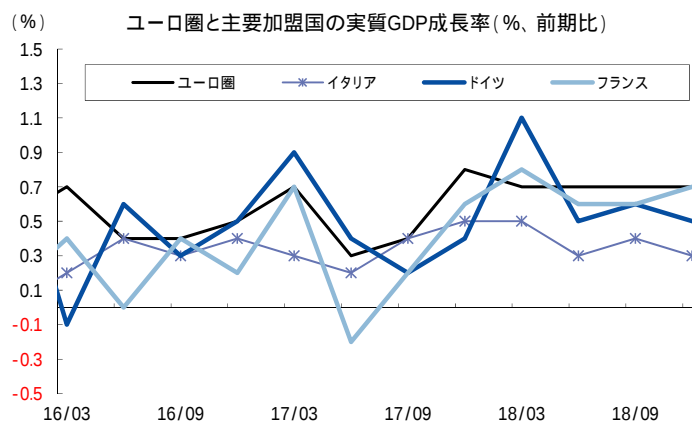
英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉を中心として欧州の政治情勢が荒れ模様だが、経済・金融情勢も着実に雲行きが怪しくなっている。先週 1 月 31 日に公表されたユーロ圏 10~12 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期並みの伸び率が確保された。しかし、図示されるように、過去 1 年におけるユーロ圏経済の失速は鮮明であり、2018 年通年では+1.8%と 2017 年の+2.4%から大幅に減速してい



る。通年の成長率が 2%を割り込んだのは 4 年ぶりである。2016 年から 2017 年の成長率が出来過ぎだったのとの見方も可能だが、ECB が正常化プロセスを進めようしている現状に照らせば悩ましい状況と言わざるを得ない。また、2 月 1 日に公表されたユーロ圏 1 月製造業 PMI は前月の 51.4 から 50.5 へ低下し、2014 年 11 月以来の低水準を記録、反転どころか景気縮小を示唆する 50 割れも現実味を帯びてきている。製造業 PMI と実質 GDP の安定した関係を踏まえれば(図)、少なくとも 1~3 月期のユーロ圏経済が明確に立ち直ってくる雰囲気はない。このような景気認識は当然、3 月の ECB スタッフ見通し改定でも勘案されてくるはずであり、必然的に声明文や会合後のドラギ ECB 総裁会見も強気なものにはならないと予想される。

～国別成長率:弱々しいドイツ経済の足取り～

国別の成長率に関しては出揃っておらず、一部加盟国の統計局が先んじて発表している数字にとどまる(ユーロスタットからは2月14日の二次速報値で国別数値が公表された後、3月7日の改定で需要項目別の寄与度が公表される)。既に大きく報じられているように、イタリアが前期比▲0.1%から同▲0.2%へとマイナス幅を拡大し、2013年1～3月期以来、約6年ぶりのテクニカル・リセッションに陥っている。一方、デモの影響が懸念



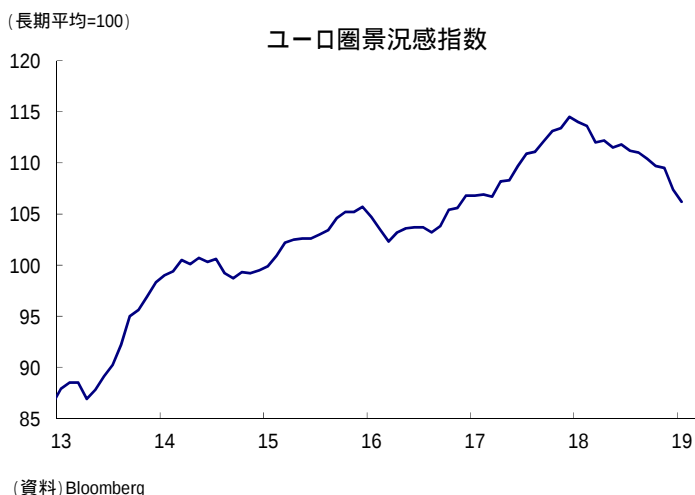
(資料) Bloomberg、ドイツの18年Q4は筆者試算。

されるフランスが同+0.3%で横ばい、スペインが同+0.6%から同+0.7%に加速したことは判明している。ドイツの10～12月期については未発表だが、1月15日に2018年実績が発表されており、前年比+1.5%と2017年の+2.2%から大幅に減速し、5年ぶりの低い伸びだったことが分かっている。これまでの実績から逆算すれば、10～12月期は同+0.1%程度と辛うじてプラスを保った計算になるが、7～9月期の同▲0.2%に続く成長率としては如何にも弱い。

なお、1月31日、ドイツ西部マンハイムで行われた講演において、バイトマン独連銀総裁は「2019年のドイツ経済は潜在成長率である+1.5%を優に下回る(well below the potential rate of 1½% in 2019)」と述べており、2019年も減速が続くと予告している。1月に改訂されたIMF世界経済見通しではドイツの成長率下方修正の大きさ(10月対比で▲0.6%ポイント)が話題となり、ここでは+1.3%が示されていた。2019年、ドイツが巡航速度以下の成長を強いられる我慢の時間帯になることは必至であり、これが域内(とりわけECB)の政策運営にどのように影響するかが注目点であろう。もちろん、これに続けてバイトマン総裁は「しばらく弱い期間(the weak spell)」を乗り越えた後、2020～2021年には潜在成長率(its capacity)に復帰するという見立てでも示しているが、少なくともバイトマン総裁ですら、今年に関し「強いことを言える状況ではない」と認めている事実は軽くない。

～正常化プロセスへの影響～

市場関係者からすれば、ECBが正常化プロセスを推進しようとしている中、景気の減速感が域内に充満し始めているという事実は看過できない。少なくとも、現状から明確な底打ちサインが出てこない限り、利上げ着手という話にはならないだろう。まずは製造業PMIや欧州委員会景況感指数といった足の早いソフトデータが持ち直してくることが待たれるであろう。図示されるように、そう



したデータは急降下という形容が当て嵌まる状況であり、金融環境の引き締めを行えるような雰囲気はない。上述した講演の中でバイトマン総裁は景気減速の事実を認めつつも、「正常化プロセスは恐らく何年もかかるものであり、それゆえに浪費している時間はない (the normalisation process will probably take a number of years, which is all the more reason not to squander any time)」

と述べ、引き締め路線の継続を訴えている。独連銀総裁の「らしさ」が出た格好であるが、もはや金融市場は年内利上げを諦めている(表)。当初のフォワードガイダンスに沿った最速

の想定である 2019 年 9 月に利上げ着手となった場合、市場との認識ギャップが価格形成に相応のショック(金利の急低下や株価や為替の下落など)をもたらすことが懸念されるだろう。にわかに次期総裁の目が復活したとの報道が目立ち始めているバイトマン総裁だが、仮にその座に就いたとしても、市場期待との大幅な乖離を無視した政策運営には限界があるだろう。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(2月6日時点)

	EONIA	想定される預金 ファシリティ金利	時期
現在	-0.36	-0.40	
6か月先6M	-0.34	-0.37	2020年1月
12か月先3M	-0.28	-0.31	2020年4月
15か月先3M	-0.25	-0.28	2020年7月
18か月先3M	-0.20	-0.23	2020年10月
21か月先3か月	-0.17	-0.20	2021年1月
24か月先3M	-0.10	-0.13	2021年4月
24か月先6M	-0.08	-0.11	2021年7月

(資料) Bloomberg

色つき部分は完全に10bpsの利上げを織り込むイメージの時期

預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

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
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒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	バリ暴動の読み方～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」が勢いつかない理由
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ボンド相場
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「7.0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CLI～
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～理想主義の後始末へ～
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～継ぎは新興国に～
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