

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 15 日)

ドイツに引きずられるユーロ圏経済

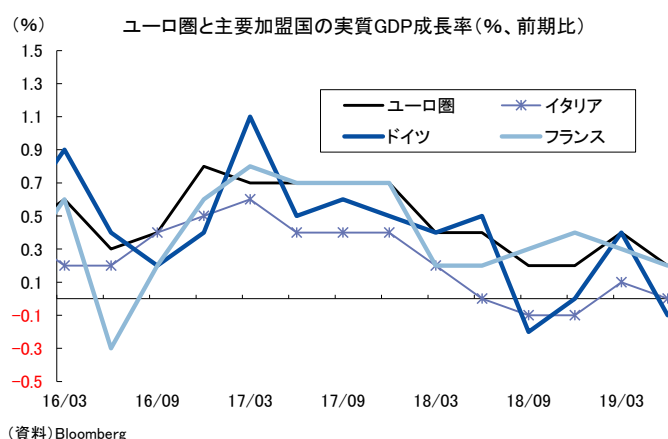
金融市場ではリスクオフムードが充満している。米 10 年金利と 2 年金利の逆イールド化が取りざたされているが、昨日の動きは欧州発という側面も大きそう。ユーロスタートより公表されたユーロ圏 4～6 月期実質 GDP 成長率(改定値)は速報値同様、前期比+0.2%と不変であったが、このタイミングで公表されたドイツの成長率が▲0.1%とマイナス圏に沈んだことが明らかになり、悲観ムードに拍車をかけた感がある。ドイツの過去 4 四半期の平均成長率はゼロであり、直近 1 年間のユーロ圏もこれに引きずられた格好。ドイツ減速の背景として「中国経済の減速に引きずられた輸出の落ち込み」が指摘されることが多いが、ロシアや中東・アフリカ地域を含む「その他」向けの輸出が減速していることも注目すべき。筆者が『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』を発刊したのがちょうど 5 年前(正確には 2014 年 7 月)。ユーロ圏のフィリップス曲線は明らかに下方へ沈んできており、日本化は徐々に、しかし確実に進んでいるという印象である。

～米債金利のマイナス化も視野に？～

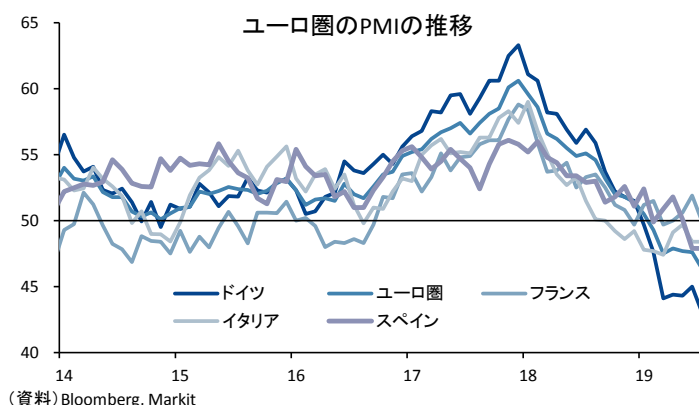
金融市場ではリスクオフムードが充満している。米 10 年金利と 2 年金利が 12 年ぶりに逆転(逆イールド化)したことが取りざたされているが、既にその他の年限で断続的に見られてきた現象であり新味はない。とはいえ、昨日は米 30 年金利が過去最低を更新したことも話題となっており、いよいよ米債金利のマイナス化を取り上げる議論まで見られ始めていることは捨て置けない兆候である。なお、これほど株や米金利が下げている割にドル/円相場が堅調なのは、リスクオフムードが強まる中であってドル建て資産への需要が高いからなのだろう(ドルインデックスは高止まりしている)。しかしながら、縮小する日米金利差に遅れを取る格好でドル/円相場が連れ安となることは過去にもあった。昨日ビビッドに円高が進まなかったからと言って円高リスクを軽視するのは危うく、ラグを伴って金利差と整合的な然るべき水準に収束してくる可能性に備えたいところである。

～欧州発リスクオフとドイツの現状～

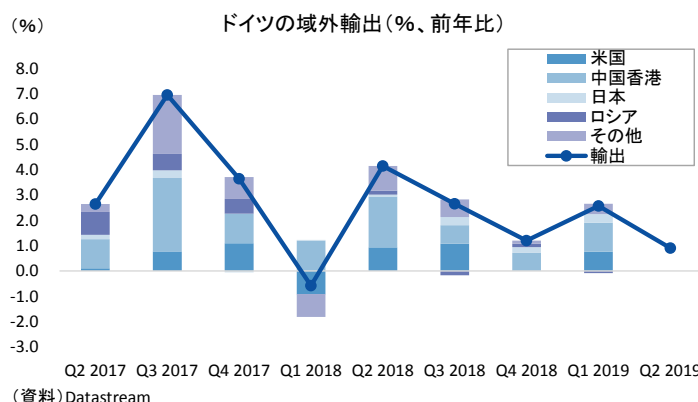
昨日のリスクオフムードに関しては欧州発という側面も大きそうだ。昨日、ユーロスタートより公表されたユーロ圏 4～6 月期実質 GDP 成長率(改定値)は速報値同様、前期比+0.2%と不変であったが、このタイミングで公表されたドイツの成長率が▲0.1%とマイナス圏に沈んだことが明らかになり、悲観ムードに拍車をかけた感はある(図)。ドイツは昨年 7～9 月期にも▲0.1%



と14 四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んでおり、続く10～12 月期はゼロ成長だった。過去4 四半期の平均成長率もゼロであり、直近1 年間のユーロ圏もこの動きに引きずられる格好で勢いを欠いている。なお、他国の状況も芳しいものではない。4～6 月期の成長率に関し、イタリアはゼロ成長、フランスも4 四半期ぶりの低成長(同+0.2%)と冴えず、主要国が揃って精彩を欠いている。目下、ECB の追加利下げが期待されるのも無理からぬ状況だろう(もっともユーロ圏の失速は過去1 年の話であり、にもかかわらず正常化プロセスに固執していた時期があったことは解せない)。

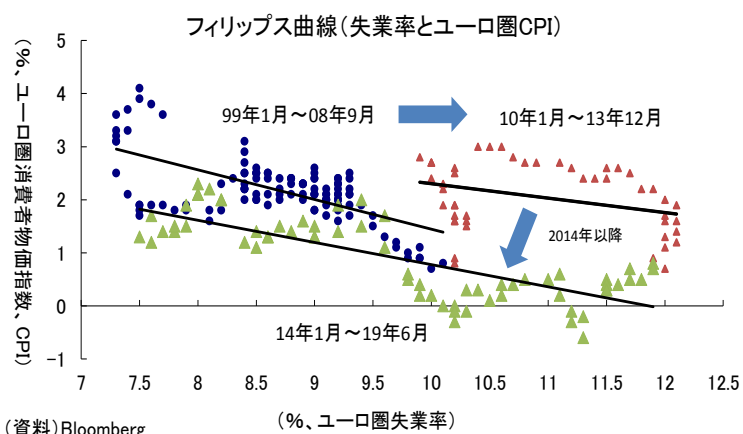


かかる状況下、当然、製造業のマインドは悲惨な状況に陥っており、製造業 PMI の動きなどを見ると、とりわけドイツの落ち込み方が苛烈である(図・上)。こうした背景として「中国経済の減速に引きずられた輸出の落ち込み」が指摘されることが多い。図(下)はドイツの域外輸出について地域別の動きを見たものだが、確かに中国・香港向けの勢いは往時ほどではない一方、それだけに原因を求めるのも無理があるように思える。ロシアや中東・アフリカ地域を含む「その他」向けなどが減速していることもドイツの輸出ひいては経済を傷つけている一因だろう。



～沈むユーロ圏のフィリップス曲線～

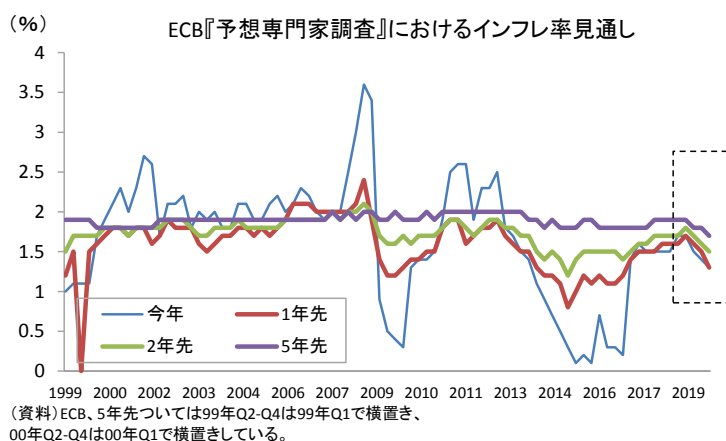
筆者が『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』を発刊したのがちょうど5 年前(正確には2014 年7 月)だ。現状のユーロ圏経済を見る限り、5 年前に抱いた懸念は正しいものであったように思える。執筆当時、ECB はマイナス金利(▲0.10%の預金ファシリティ金利)を導入したことが非常にセンセーショナルに報じられていたが、今やマイナス金利は▲0.40%まで拡大し、来月にはさらなる深掘りが模索される状況にある。



また、執筆時点では導入されていなかった(しかしいずれ導入は不可避だろうと思われた)量的緩和政策も拡大資産購入プログラム(APP)という名称で2015 年1 月の政策理事会で導入された。昨

年 12 月、ECB は何とか APP 停止に漕ぎ着けたが、マイナス金利の深掘りには自ずと限界があり、近い将来の再開は必至の情勢と見受けられる。

そうした金融政策の日本化(日銀化)は周知の通りだが、ユーロ圏の実体経済自体が明らかに性質を変え始めている兆候がある。前頁図はユーロ圏創設時から金融危機直前(1999 年 1 月～2008 年 9 月)、欧州債務危機のピーク時(2010 年 1 月～2013 年 12 月)、そして過去 5 年(2014 年 1 月～2019 年 6 月)についてユーロ圏のフィリップス曲線がどのように動いてきたかを見たもの



である。金融危機ならびに欧州債務危機を受けてフィリップス曲線は右方シフトを強いられた後、過去5年で下方シフトしていることが分かる。失業率が概ね危機前の水準を回復しているものの(例えばフランスは 2008 年以来の低水準に到達している)、物価は恒常的に前年比+2%を割り込むようになっている。日本と異なり、まだフィリップス曲線の傾斜が消滅しフラット化するような事態にはなっていないが、先般のドラギ ECB 総裁会見で懸念が示されたように、調査ベースのインフレ期待まで屈折している以上(図)、日本の来た道を踏襲する可能性は十分あり得る。昨今のユーロ圏経済の悲惨な状況を見るにつけ、そのような思いは一段と強まった。

市場営業部
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8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外資準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外資準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「患まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～