

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 21 日)

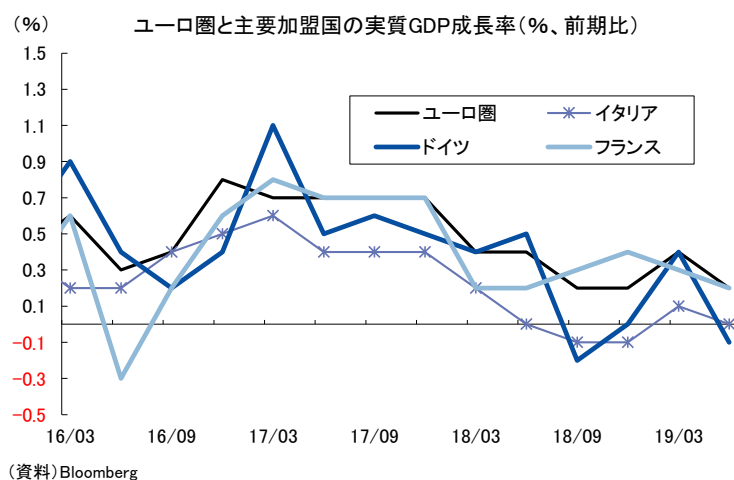
ドイツの IS バランスは遂に変わるのか？

ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)は月報の中で同国経済がリセッション(景気後退)に陥る可能性を指摘した。ドイツがテクニカルにリセッション入りすれば、2009 年 1～3 月期以来、約 10 年ぶりの話となる。既に過去 4 四半期平均でゼロ%であるため、半ばリセッションに片足を突っ込んでいる状況ではあるが、「ドイツ、10 年ぶりの景気後退へ」とのヘッドラインがもたらすインパクトは相応に大きいものになるのではないかと懸念されている。また月報公表とタイミングを合わせる格好でショルツ独財務相がリセッションに備えて 500 億ユーロ相当の追加支出が準備可能と述べ、政府高官として初めて公式に財政出動並びにその規模感を口にしている。ユーロ圏内外から悪評を受け続けている教条主義的な緊縮路線について、いよいよ修正が検討される兆候として注目。国内経済部門(政府・企業・家計)が全て貯蓄過剰という異形の貯蓄・投資(IS)バランスは変わるのか。しかし、500 億ユーロという規模はやや迫力不足という印象も否めないのも事実。

～10 年ぶりのリセッションが近づくドイツ～

8 月 19 日、ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)は公表した月報の中で同国経済がリセッション(景気後退)に陥る可能性を指摘し、話題となっている。バイトマン総裁は今次減速を「an economic “slump”」と形容し、「国内は依然好調だが、製造業と輸出に脆弱性が集中している。貿易摩擦とブレグジットを巡る騒動が重要な理由だ」といった旨の分析を披露している。とりわけ輸出の急減速が製造業における稼働率を抑制し、設備投資を控える動きに繋がっているという。この裏表ではあるが、ブンデスバンクのエコノミストによる分析として「前向きなモメンタムが見られるのは小売りやその他サービスセクターだけ」との所見も紹介されている。製造業を中心とする企業部門の失速を家計部門の好調だけで支えられなくなっており、この背景として海外要因が指摘されている状況である。

同報告書では7～9月期も4～6月期に続いてマイナス成長となる可能性が指摘されており、ドイツがテクニカルにリセッション入りするシナリオが現実味を帯びてきている。仮にそうなった場合、2009 年 1～3 月期以来、約 10 年ぶりの話となる。既に過去 4 四半期平均でゼロ%であるため、半ばリセッションに片足を突っ込んでいる状況ではあるが、「ドイツ、10 年ぶりの景気後退へ」とのヘッドラインがもたらすインパクトは相応

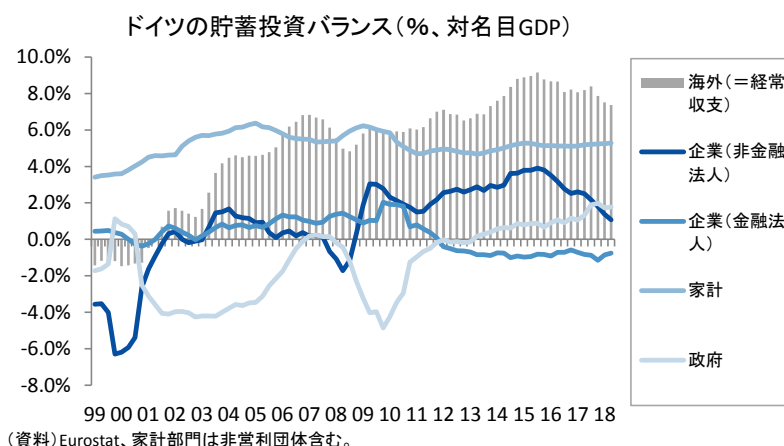


に大きいものになるのではないかと懸念されている。少なくとも ECB の政策運営を考える上では早急に「次の一手」

が求められる状況になってきたことは間違いないだろう。

～ドイツの「悪しき IS バランス」は遂に変わるのか～

こうした悲観的なストーリーが語られる中であって、同日、ショルツ独財務相がリセッションに備えて 500 億ユーロ相当の追加支出が準備可能と述べ、政府高官として初めて公式に財政出動並びにその規模感を口に出している。ユーロ圏内外から悪評を受け続けている教条主義的な緊縮路線について、いよいよ修正が検討される兆候とし



て注目である。本欄では執拗に議論してきたが、近年のドイツ経済の貯蓄・投資 (IS) バランスの在り方は異様そのものだった。図示されるように過去 5 年程度を振り返ってみると、ドイツの国内経済部門 (政府・企業・家計) は全て貯蓄過剰であり、結果として海外部門の貯蓄不足 (即ち経常黒字) を創り出すことで均衡している。言うまでもなく経常黒字の背景にはドイツにとって「永遠の割安通貨」であるユーロの存在もあるため、「黒字は稼ぐが、財政出動はしない」という共通通貨へのフリーライドが域内外から批判の対象となってきた。とりわけ米国の保護主義が先鋭化する中、そうしたドイツの政策スタンスが問題解決を遠のかせている感があったことは否めない。過去の本欄¹でも論じたように、米中ないし日米貿易摩擦と異なり、欧米貿易摩擦については米国側に理がある。10 年ぶりのリセッションを契機として、ドイツの悪しき IS バランスが変わるのかは注目である。また、こうした兆候が過去 15 年、欧州の「女帝」として君臨したメルケル首相がいよいよ退陣しようかというタイミングで出てきていることも政治経済学的には大事な注目点かもしれない。

しかし、財政政策が緊縮から拡張に路線転換するのは良いにせよ、500 億ユーロという規模感で IS バランスのイメージを大きく変えるのは難しいだろう。500 億ユーロはドイツの名目 GDP (2018 年で約 3.4 兆ユーロ) に対し約 1.5% 程度の規模感になる。しかし、過去 4 四半期の IS バランスを見ると、政府部門は平均して約 +2% の貯蓄過剰 (≒ 財政黒字) を抱えている。500 億ユーロは黒字を概ね使う格好だが、それでも財政黒字は保たれる可能性があり、少なくとも財政の「均衡」イメージは変わらないだろう。ドイツに対する悪評の源泉である教条的な緊縮主義が修正され、同国の IS バランスの姿形もはつきりと変わってくるにはより踏み込んだ姿勢が必要となりそうである。

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。

¹ 本欄 2019 年 7 月 17 日号『欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方』をご参照下さい。

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20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
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政策理事会プレビュー～「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プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
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貨準備
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政策理事会プレビュー～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	外貨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	「恵まれた為替環境」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)