

みずほマーケット・トピック(2019年11月14日)

欧州の「弱さ」の源泉～輸出拠点が裏目に出たドイツ～

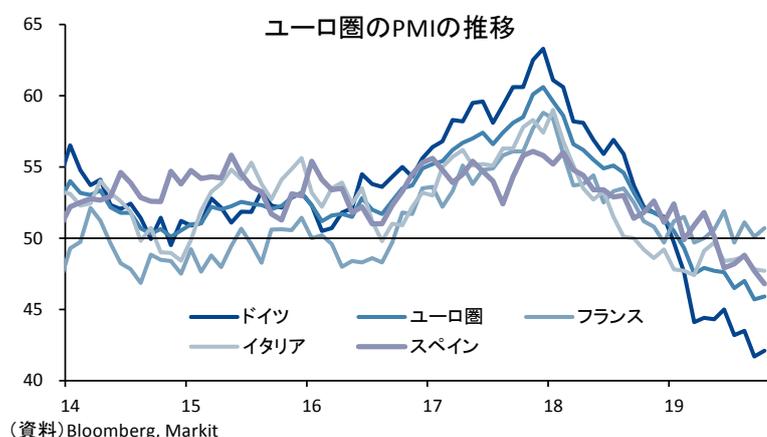
世界的に景気の底入れを期待するムードが散見される中、依然としてユーロ圏は精彩を欠いている。主要国でも突出している「弱さ」の源泉はどこにあるのか。最も大きい要因として域内経済の抱える外需依存構造、とりわけ主力の輸出品である自動車販売が世界的に停滞していることが挙げられる。世界の自動車輸出の4分の1以上をEU4 大国が占めており、その浮沈はユーロ圏にとって死活問題。中国の自動車減税が終了したことや厳格な排ガス基準の導入が販売低迷の背景と指摘される。とりわけドイツは自国が輸出拠点としてのパワーを維持しているという「強み」が「弱み」に転じているという構造的な問題がある。今次局面で日本がドイツほど落ち込んでいないのは、生産拠点の海外移管が進められてきた結果。両国の生産動向を比較するとドイツの落ち込みの深さは日本よりもかなり大きい。外需減退を補完すべく拡張財政に動けるのかが試される局面と見受けられるが、引き続き緊縮路線を維持する雰囲気は強い。

～「利上げ休止」を確認しても・・・～

昨日の為替市場はパウエル FRB 議長の議会証言を受けてドル相場が上昇した。パウエル議長は上下両院合同経済委員会の場で「景気に関する最新情報がわれわれの見通しとおおむね一致する状況が続く限り、現行金融政策のスタンスは引き続き適切となる可能性が高い」と述べ、当面の金利据え置きを示唆している。「利上げ休止」を改めて印象づける発言であり、ドル買いの安心感を誘ったと言える。だが、昨年は4回利上げしており、今年は3回利下げしていることを思い返したい。ここまで政策運営が急旋回することがある以上、この程度の発言から先行きへの確信を強めることは危ういだろう。もっとも、昨日も議論したように企業マインドに底打ち機運がある中、当面のドル/円相場にアップサイドリスクが広がっているとの認識は確かに持ちたいところではある。

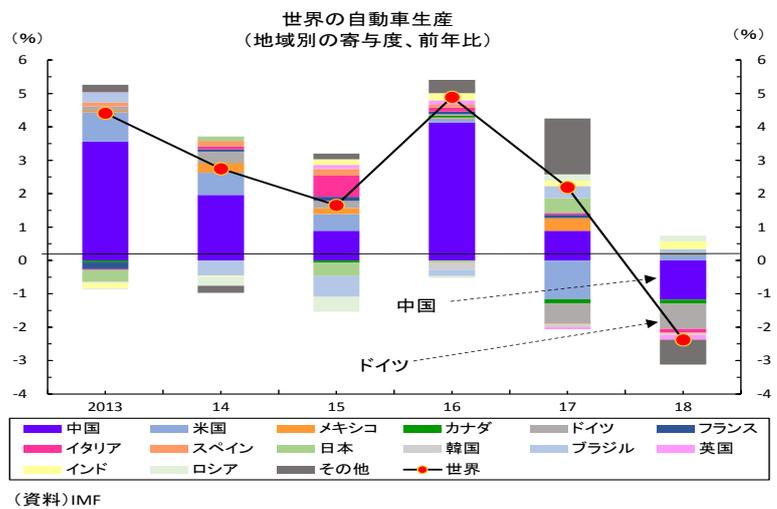
～自動車の不調:ユーロ圏の「弱さ」の源泉～

ところで、世界的に景気の底入れを期待するムードが散見される中、依然としてユーロ圏は精彩を欠く状況が続いている。図示されるように、製造業PMIはドイツを中心として惨憺たる状況が続いており、フランスだけが辛うじて50割れを回避できるような状況だ。主要国でも突出している「弱さ」の源泉はどこにあるのだろうか。最も大きいような要因として、経済が外需依存構造



であること、とりわけ主力の輸出品である自動車販売が世界的に停滞していることが大きいことはよく挙げられる。2018 年を例にとれば、世界の自動車輸出の 4 分の 1 以上がドイツ、フランス、イタリア、スペインから出たものであり、その浮沈はユーロ圏の景気を左右する。10 月の IMF 世界経済見通しでも自動車産業の停滞について相応の紙幅が割かれており、2018 年は金融危機後で初めて自動車生産が縮小した年として問題意識を示している。この背景は 2 つあり、いずれも広く知られた論点である。1 つは中国の小型車減税が廃止されたこと、もう 1 つは欧州において厳格な排ガス基準が導入されたこと、である。前者については 2015 年 10 月から導入されていたもので、本来は 2016 年に終了予定であったが 2017 年も減税幅を圧縮した上で継続されていた。2018 年はこの反動で中国市場が低迷したという話である。財・サービスへの時限的な減税(≒値下げ)は当然、需要の先食いを生む。2018 年から 2019 年にかけてはその影響が色濃く出ていると考えられる。

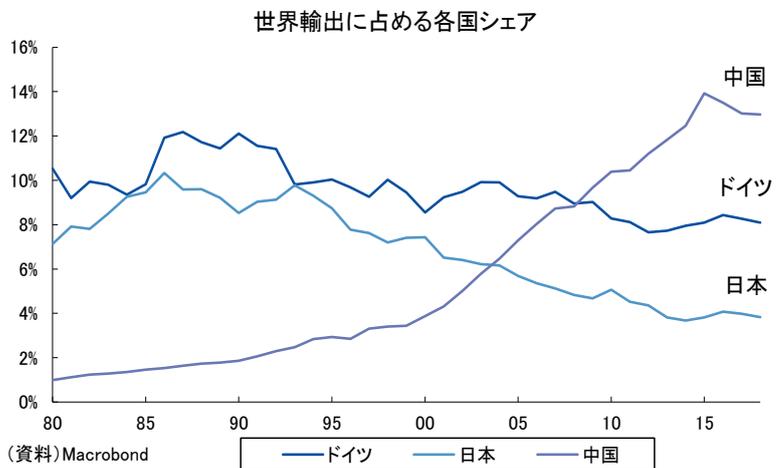
後者については、新基準に対応する自動車の生産が立ち遅れていることや規制対応によって生産コストが嵩んでいることなどが生産・販売の動きを抑制したと考えられている。中国の減税終了に関しては短期的な下押しで収束する見通しだが、規制対応に伴う需要減は中期的に残るファンダメンタルズとの見方もある。世界の鉱工業生産の 6%弱を占める自動車産業の不調が昨年来の世界経済の減速をもたらしている面は無視できない。



図に示されるように、国別に見れば、やはり中国そしてドイツが足枷となったことが明白であり、よく知られている両者の政治・経済的な結びつきの強さを踏まえれば相互連関的に状況が悪化した様子を読み取ることが出来る。

～輸出拠点としてのパワーが裏目に～

また、中国との結びつきが強かったこと以上に構造的な問題をドイツは抱えている。それは依然として自国が輸出拠点としてのパワーを持ってしまっていることだ。ドイツの輸出依存度(輸出÷実質 GDP)の 40%弱と日本の 20%弱に比較してかなり高い。右図に示すように、世界輸出に占めるドイツの存在感は中国の台頭と共に日本が小さくなっていくことに比べれば、しっかりと維持されている。この背

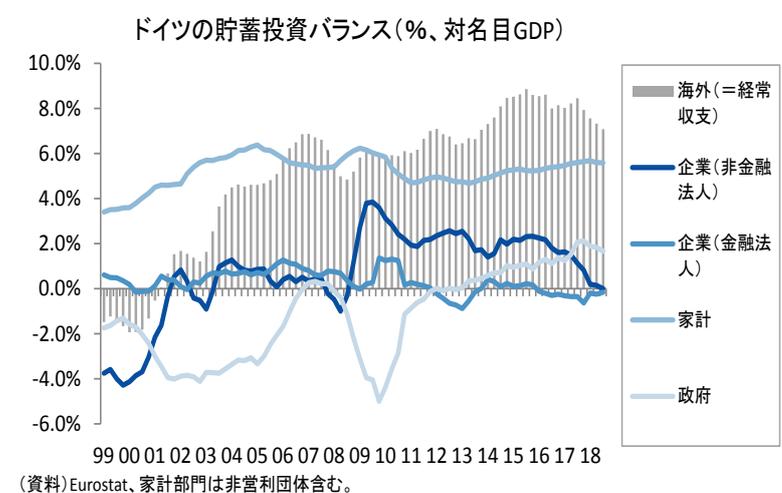
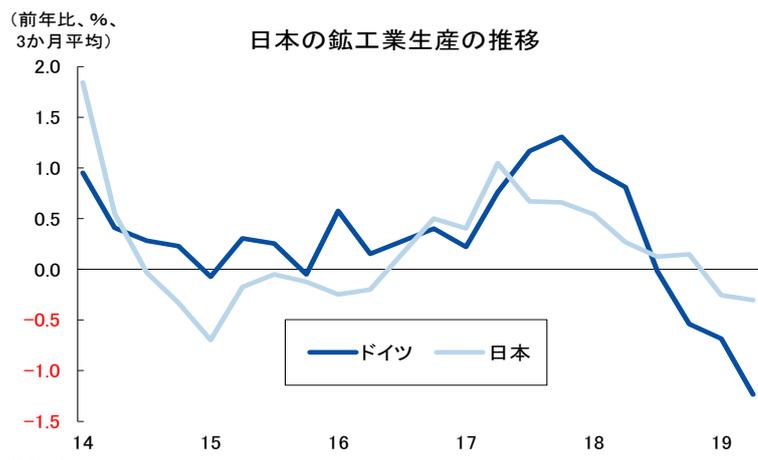


景としてはシュレーダー政権下での労働市場改革(いわゆるハartz改革)を通じて国内生産コストが押し下げられていたことや州単位での権限を拡大させたことなどによる競争力の高い中小企業(ミッテルスタンド)の存在など、前向きな論点が指摘されることも少なくない。しかし一方で、「永遠の割安通貨」である共通通貨ユーロの存在や東欧からの安価な労働供給なども国内に生産拠点を残置させる誘因として大きかったであろうことは想像に難くない。

生産・輸出拠点としてのパワーが残っているということは国内に雇用を創出するパワーも残っているということだ。ゆえに、これが巧く回っている時には「強み」として大いに持て囃される。「強い輸出にけん引された経済」というのは、海外の経済・金融環境という所与の条件が変われば今までの「強み」が一気に「弱み」に転じ、景気全体を押し下げる。2005～06年の円安バブルと呼ばれた時代、日本の製造業は薄型テレビなどの生産を通じて大きな利益を上げた。しかし、危機を経て為替が円高に振れ、外需が縮小した途端に一気に奈落へ落とされた。金融危機(リーマンショック)ほどの震度こそないものの、昨年来の世界経済減速の中で失速を強いられているドイツの姿は金融危機後の日本の姿と被ってくるものがある。

～日本とドイツの差～

今次局面で日本がドイツほど落ち込んでいないのは、度重なる円高や2011年の東日本大震災などを教訓として海外移管を進め、生産拠点の分散化を進めてきた結果だろう。国内に生産拠点がなければ外需減退に伴う実体経済への影響は抑制される(裏を返せばそれは円安にしても輸出数量の増加は望めないという話でもあるが)。両国の鉱工業生産を比較するとドイツの落ち込みの深さは日本のそれよりもかなり大きい(右図・上)。いずれにせよドイツが現在の苦境を乗り切るにあたっては、外需減退の影響を和らげるべく政府部門による拡張財政が求められるところだが、これに踏み切る様子は窺えない。今月8日、メディアに対するインタビューでシュルツ独財務相は「われわれの財政政策は非常に景気刺激的で、公共投資は過去最高水準にある」などと述べ、一度は容認したかに見えた拡張財政路線を再び撤回するような雰囲気がある。しかし、貯蓄・投資(IS)バランス(図・下)を見ればドイツの



政府部門は 2%弱の貯蓄過剰(即ち財政黒字)を確保するような状況にある。リセッションの淵に立たされても、こうした資源配分を変えようとしらないのは、もはや合理性を超えた国民性に触れる部分なのだろうか。ドイツ 7~9 月期 GDP は本日夕方に明らかになる。市場予想の中心に従えば 2 四半期連続のマイナス成長(すなわちリセッション)となる可能性が高そうだが、そうなった場合においてもドイツの政策当局者は頑なに緊縮路線を維持するのか。ドイツは域内経済の仕上がりを左右するだけに、今後の ECB の金融政策運営を読む上でも「ドイツ、自動車、財政出動」といったあたりがキーワードになってきそうである。

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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
2019年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月16日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月11日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月10日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かししのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
2019年9月24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切ると日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合レビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
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きく変わりそう～)
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」
2019年7月22日	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当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～
2019年6月19日	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