

みずほマーケット・トピック(2019 年 11 月 19 日)

ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～

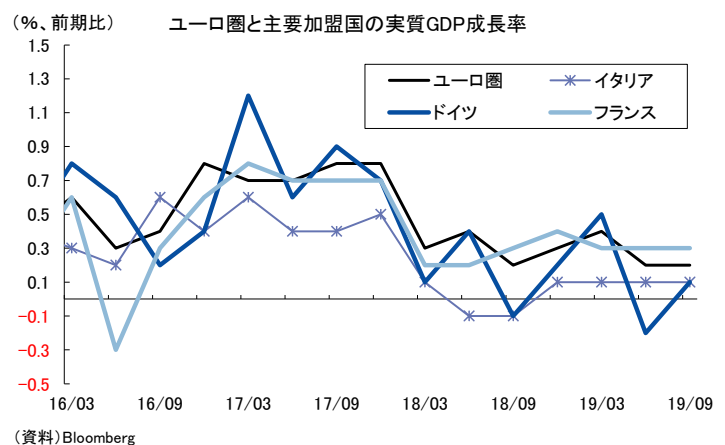
ドイツの 7～9 月期実質 GDP 成長率が前期比+0.1%へ辛うじて増勢を確保し、テクニカル・リセッション入りと言われていた下馬評を覆したことが話題である。だが、4～6 月期が同▲0.1%から同▲0.2%へ下方修正されており、発射台が下がっていたことを思えば慎重な評価を与えるべきだろう。また、その 4～6 月期も英国のブレグジットを控え 1～3 月期が消費・投資を中心として駆け込み的に上振れていたという経緯がある。ゆえに現時点で成長率の符号に拘った議論はすべきではなく、現時点では「ゼロ近傍の成長が継続中」という冴えない事実だろう。ZEW 景況感指数などは急改善しているものの、真っ当に考えれば今後は雇用・賃金市場へその影響が波及してくるという順序で身構える必要がある。ドイツの失業率はほぼ自然失業率と思しき水準まで低下しており、現状では上昇に転じるような兆しもある。リセッション懸念は払拭されず。

～パウエル議長は大統領を上手くあしらった模様～

昨日の為替市場ではトランプ米大統領とパウエル FRB 議長の会談が材料視されている。会談後、トランプ大統領はツイッターで「金利やマイナス金利、低いインフレ、金融緩和、ドル高とその製造業に対する影響、中国や EU などとの貿易を含む」と様々な問題を議論したと明らかにしている。一方、パウエル議長からは議会証言などこれまでの情報発信と整合的な議論を交わしたと明らかにしており、大統領の機嫌が良さそうなことから、直感的にはパウエル議長が上手くあしらうことに成功したのではないかと印象を受けた。市場では「弱いドル」に関心が高そうなトランプ大統領への思惑もあってドルが売られたが、ここから政策的な含意を得るのは困難である。重要なことは、大統領がツイッターで示唆する通り、利下げを休止した足許においてもインフレ率が鈍い動きにある状況は変わっていないということであり、利上げへの転換のハードルが高いということであろう。

～辛うじてリセッションを回避したドイツ～

ところで先週 14 日にはユーロ圏 7～9 月期実質 GDP の二次速報値が公表され、国別の内訳も明らかになった。ユーロ圏は前期比+0.2%と一次速報値から横ばいでサプライズはなかったが、国別内訳についてはドイツが 4～6 月期の同▲0.2%から同+0.1%へ辛うじて増勢を確保し、テクニカル・リセッション入りと言われていた下馬評を覆した。これが今回最大の見所だったと言える。だが、4～6 月期が同▲0.1%から



同▲0.2%へ下方修正されており、発射台が下がっていたことを思えば慎重な評価を与えるべきである。なお、その4～6月期も英国のEU離脱(ブレグジット)を控え1～3月期が消費・投資を中心として駆け込み的に上振れていたという経緯もある。ゆえに現時点で成長率の符号に拘った議論はすべきではない。現時点で認識すべきは「ゼロ近傍の成長が継続中」という冴えない状況だろう。

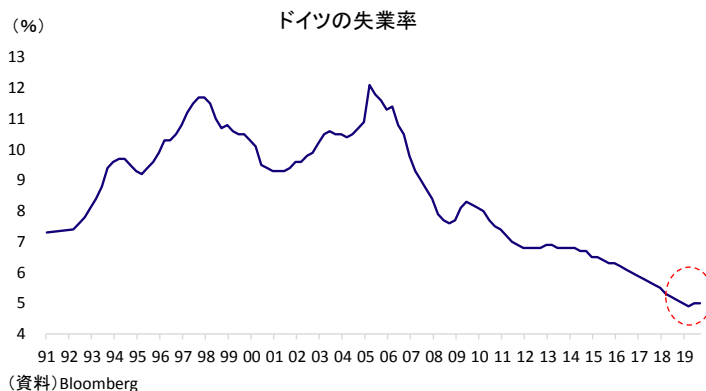
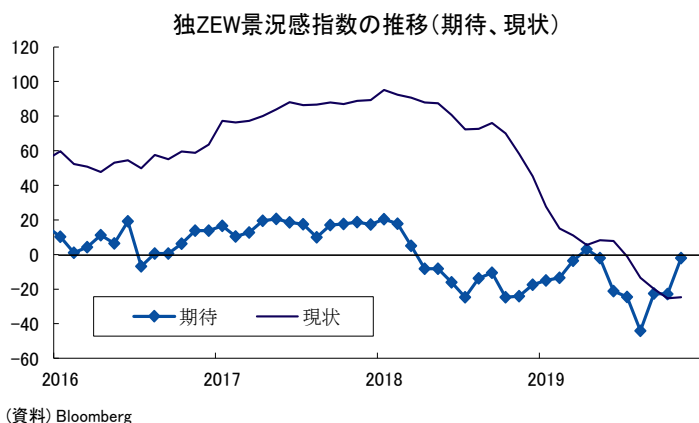
需要項目別の数値は未公表だが、ドイツ連邦統計局のプレスリリースでは「家計最終消費支出や政府最終消費支出は増加している。また、輸入が横ばいの一方で輸出が伸びたことで純輸出の増加も寄与した」と示唆されている。片や、企業の総固定資本形成(設備投資)は前期から減少したという指摘もあり、やはり製造業を中心として生産活動の停滞が足枷になっている様子が窺える。この点は国内に輸出・生産拠点を抱えるドイツゆえの悩みであり、本欄11月14日号『欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目に出たドイツ～』で議論した通りだ。その他加盟国ではフランスの同+0.3%、スペインの同+0.4%、イタリアの同+0.1%、オランダの同+0.4%と全て前期から横ばいだった。このところのユーロ圏に対するイメージを前提とすれば域内経済は冴えないながらも無難な速度で走っているというところだろうか(需要項目別の計数は12月5日の改定値で公表)。

～ソフトデータは急改善しているものの・・・～

上述した通り、果たしてドイツ経済が「底」を見たのかどうかは統計上のテクニカルな側面もあり読みづらい。この点、足の速いソフトデータの仕上がりなどが参考になる。例えば先週12日に公表された独11月ZEW景況感指数(市場参加者の抱く景況判断)は6か月先の判断を訪ねる期待指数が▲2.1と前月(▲22.8)から実>+20.7ポイントと大幅改善を果たしている。これをもって底打ちと判断すべきどうか。

筆者はまだ疑わしいとの立場である。調査対象時期であった11月4日から11日はちょうど米中貿易協議の部分合意への期待が高まり、株式市場を中心としてリスク資産価格が騰勢を強めていた時期であり、ソフトデータであればこそ、過度に上振れしてる可能性に着目すべきであるように感じられる。また、しかも現状指数は▲24.7と悲惨な水準で推移している。期待先行と言えなくもない。

また、ドイツ国内の生産活動が滞っているのは事実であることから、真っ当に考えれば今後は雇用・賃金市場へその影響が波及してくるという順序で身構える状況である。ドイツの失業率はほぼ自然失業率と思しき水準まで低下しており、現状では上昇に転じるかのような兆しも見受けられる(図)。こうした動きが基調として強まった挙句、やはり景気後退に陥ってしまうリスクは



完全に消えたとは言えないだろう。本来、こうした瀬戸際にあるからこそ政府部門による拡張財政が期待される状況なのだが、必要最低限の支出に止め、大盤振る舞いで不安を払拭しようという政策姿勢はどうやら相変わらずない模様だ。今後、中国を筆頭とする新興国経済の復調に助けられ、輸出主導で再び回復軌道に戻る可能性も十分考えられるものの、これをメインシナリオとするにはまだ不安があるというのが客観的な現状分析になろう。ドイツがマイナス成長を回避したことについて過度に楽観的な見方を持つべきではないというのが筆者の立場である。

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.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11月18日	「株価の崩れ」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
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～
	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18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16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11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～
	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月乗り切るも日銀の難局は続く～)
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	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～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～ポンド/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～
	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	次のカタルストとしての中国の外貨準備