

みずほマーケット・トピック(2020年2月18日)

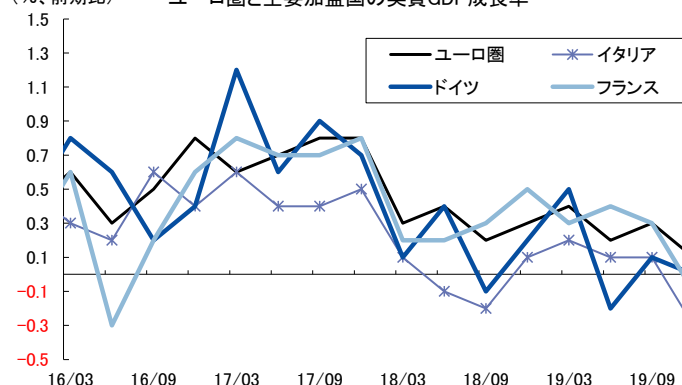
ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～

ユーロ圏で重要なハードデータの悪化が相次いでいる。欧州は中国との関連が殊更クローズアップされやすいだけに要注意。10～12月期 GDP も弱かった。国別に見ると、過去3年間、ドイツ・フランス・イタリアの3大国で失速傾向が鮮明であり、ゼロないしマイナス成長が続いている。こうした状況下、ユーロ圏の立ち上がりを期待するのは困難な情勢。とりわけ気掛かりなのはやはりドイツ。「2020年を底にしたV字回復」が政府・中銀のメインシナリオだが、中国経済の減速が顕著となる以上、その実現可能性に疑義は残る。2019年は中国向け輸出が減速しながらも、好調な米国向け輸出が支えるという構図であり、だからこそリセッションを回避できたという側面もあった。今年もそうした薄氷の外需依存経済は続きそうである。メルケル政権で一段と深まったドイツと中国の蜜月関係を背景に「中国が風邪を引けばドイツそしてユーロ圏も風邪を引く」という状況があり、それを受けて「米国が予防接種(利下げ)」をするという状況になったのが2019年だった。現状、2020年もその「いつか来た道」に足を踏み入れている印象がある。

～3大国の失速が鮮明～

昨日の為替市場では米IT大手企業の決算見通し悪化を受けてドル/円相場が急落する展開が見られたものの、109円台後半で新味のない地合いは不変である。本邦では昨日、10～12月期 GDP の大幅マイナスが話題となり、リセッション(2四半期連続のマイナス成長)入りが濃厚となっているが、先週はユーロ圏でも重要なハードデータの悪化が相次いだ。中国との関連が殊更クローズアップされやすいだけに要注意の動きである。ここでもやはり注目すべきは10～12月期 GDP の弱さだった。ユーロ圏全体の二次速報値は前期比+0.1%と一次速報値から横ばいとなったものの、前期年率に関しては同+0.4%から同+0.2%と下方修正されている。需要項目別の仕上がりは未公表だが、国別の内訳は明らかになっている(右図・上)。引き続きドイツの不調が目

ユーロ圏と主要加盟国の実質GDP成長率



(資料) Bloomberg

ユーロ圏の実質GDPと製造業PMI

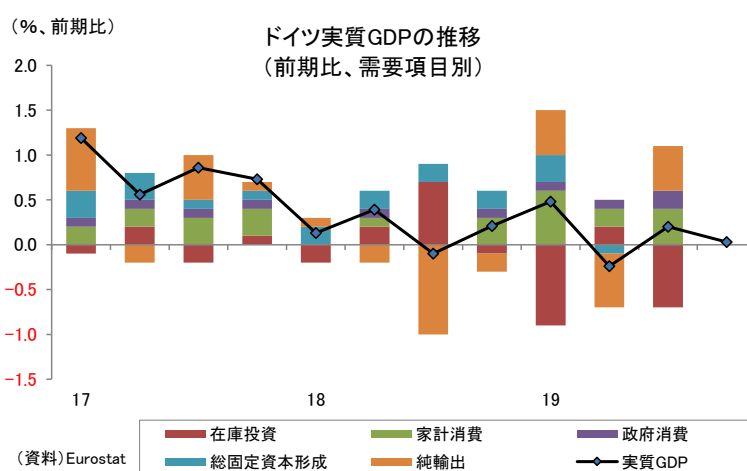


(資料) Bloomberg、PMIは四半期平均を使用

立っており、フランスやイタリアといったコア国もマイナス成長に陥るなど厳しい状況が窺える。過去3年間、ドイツ・フランス・イタリアの3大国で失速傾向が鮮明であり、こうした下でユーロ圏経済が立ち上がりのきっかけを掴むのは非常に難しい印象である。既報の通り、今年に入ってから製造業のセンチメントが底打ちしており、これが市場で好感されてきた経緯があるものの、ユーロ圏もその例外ではない。経験則に従えば、ここから域内 GDP の底打ちも期待できたはずだが、過去の本欄¹でも議論したように、1月のセンチメント指標(各国 PMI や米 ISM など)は新型コロナウイルスのリスクが本格的に意識される前の数字である。とすれば、今後 PMI が二番底を付けに行く過程で GDP も軟化するという展開は十分考えられるものだ。

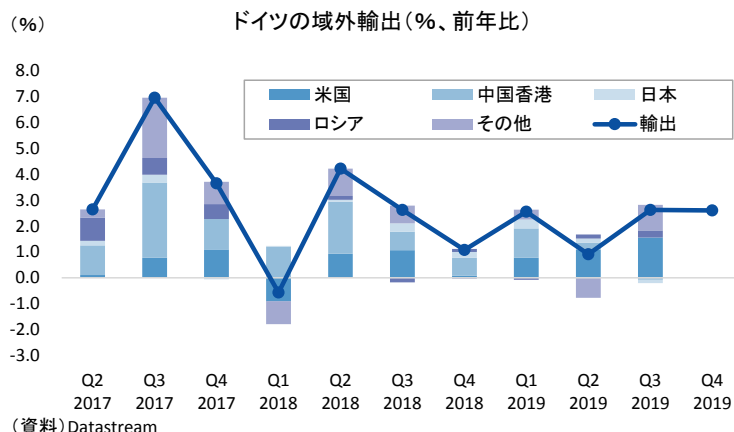
～揺らぐドイツのV字回復シナリオ～

気掛かりなのはやはりドイツだ。昨年12月にドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が公表した経済予測では2019年に前年比+0.5%となった後、2020年/21年/22年について+0.6%/+1.4%/+1.4%と「2019年を底にしたV字回復」がメインシナリオとなっていた。今回の発表では2019年は+0.6%に上方修正されているものの、2018年(+1.5%)の半分以下という急減速には変わりがない。また、食料・エネルギーを除くコアベースで見た消費者物価指数も2022年まで見渡して+2%に到達するシナリオにはなっていない。需要項目別の計数は未公表だが、ドイツ連邦統計局の速報リリースでは前期(7～9月期)に力強さを見せた家計消費と政府消費が大幅に減少した(slowed down markedly)とある。また、個人消費と並ぶもう1つの民需の柱である設備投資については建設やその他投資が加速した一方、機械投資の減速が著しかったことも指摘されている。なお、図示されるように、2019年のドイツでは相応に在庫の取り崩しが行われたのだが、10～12月期は在庫投資が成長率を持ち上げるような構図にならなかった模様である。果たして、「2019年を底にしたV字回復」というメインシナリオが実現可能なのか疑わしさが残る。



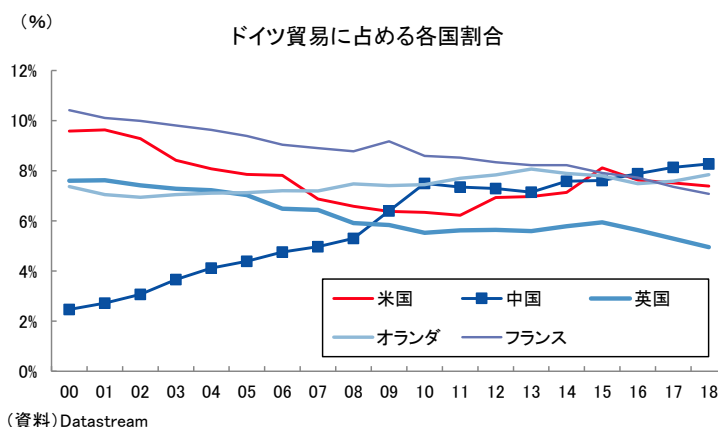
¹ 本欄 2020年2月6日号『改善が続く企業マインドをどう読むべきか』をご参照下さい。

また、ドイツにとって成長の要諦である輸出も今期は減速したとある。右図に示されるように、2019 年は中国向け輸出が減速しながらも、好調な米国向け輸出が支えたという構図だった。だからこそ純輸出が1～3月期や7～9月期の成長によってプラス寄与を果たし、リセッションを回避できたという側面もあった。中国向け輸出が減速する状況は2020年1～3月期も変わらないはずであるから、殊更米国頼みの状況が続くことになるだろう。薄氷の外需依存経済と言える。



～中国とユーロ圏の減速に「予防接種」が必要になる米国～

2020 年、日米欧中の 4 極において上方修正が最も期待できそうな地域がユーロ圏だった。それは過去 3 年間の一方的な経済・金融情勢悪化ゆえに、反発を期待できるという単純な発想であったが、相応に説得力もあった。しかし、2020 年の出だしから中国がこうなってしまう今、同国の需要を糧に成長してきたドイツの立ち上がりも必然的に遅延し、それがユーロ圏全体の仕上がり



影響する展開は目先、不可避である。ドイツの対中貿易依存度は約 20 年前となる 2000 年には 2% 程度だったが、今やその 4 倍の 8% 超である(図)。

メルケル政権で一段と深まったドイツと中国の蜜月関係を背景に「中国が風邪を引けばドイツそしてユーロ圏も風邪を引く」という状況があり、それを受けて「米国が予防接種(利下げ)をする」という状況も近年の世界経済では見られる。少なくともそうしたロジックが幅を利かせたのが 2019 年だった。現状、2020 年もその「いつか来た道」に足を踏み入れているように見受けられる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版（上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～）
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版（ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～）
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年12月分）
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版（「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～）
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年11月分）
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版（ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～）
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版（2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～）
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場（NEER）で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版（ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束（unity）」と財政政策～）
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年10月分）
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～
2019年11月18日	「株価の虜」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」～ラウテンシュレーガー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～債券/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～