

みずほマーケット・トピック(2021 年 2 月 4 日)

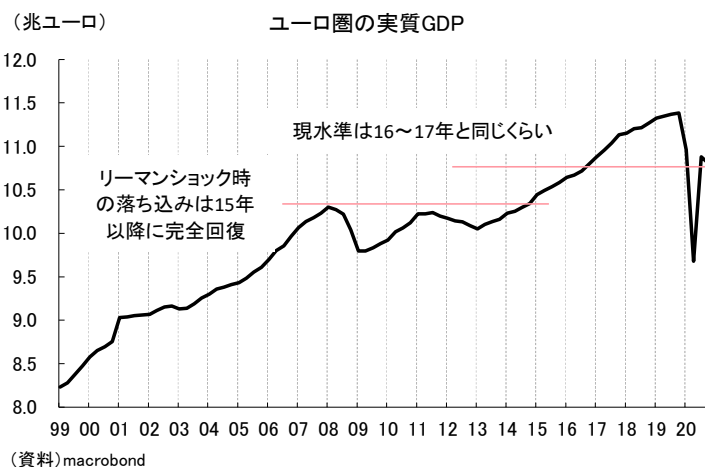
最悪の落ち込みとなった 2020 年のユーロ圏経済

2020 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率はユーロ圏全体で前期比▲0.7%と 2 四半期ぶりのマイナスに。2020 年通年では▲6.8%とリーマンショック翌年の▲4.5%を超える落ち込み。水準で見ると 10～12 月期の水準は 16 年 10～12 月期前後の水準に近い。過去 4 年で積み上げてきた成長の跡が吹き飛んだ印象。ちなみにリーマンショック後、欧州では債務危機という固有のショックを併発したこともあって域内の GDP が危機前の水準に復元したのが 2015 年以降だった。今回は債務危機もなく、落ち込みも人為的な経済活動制限の結果であるため、それほどの時間はかからない公算。難しいのは今後の ECB の政策運営。現在が悲惨な状況ですることは間違いないが、だからこそ ECB の「やるべき政策の方向感」に関しては意見集約が容易という事実もある。2018 年頃に話題となったように、成長率格差が出てくれば、金融政策における意見集約は難しくなる。アフターコロナでこそ定評があるラガルド ECB 総裁の調整能力が試されそう。

～吹き飛ばす過去 4 年の「成長の跡」～

今週に入りユーロ圏では 2020 年 10～12 月期の GDP 成長率ならびに 2020 年 12 月分の消費者物価指数(HICP)が公表されている。本日の本欄では前者の実質 GDP 成長率を議論してみたい。10～12 月期の実質 GDP 成長率はユーロ圏全体で前期比▲0.7%と 2 四半期ぶりのマイナスに落ち込んでいる。感染再拡大を受けた経済活動制限の結果であることは多くの説明を要しまい。2020 年通年では▲6.8%という仕上がりであり、リーマンショック翌年の▲4.5%を超える落ち込みとなった。とはいえ、GDP に限らず、もはやコロナ禍での変化率は幅が大き過ぎてイメージを持ちづらいだろう。むしろ、平時では着目されない絶対額を見た方がその衝撃が伝わりやすいと思われる。

GDP の水準が目に見えて方向感を伴って推移することは平時ではあり得ないが、図示されるように、今回のコロナショックはリーマンショックが誤差に見えるほどの落ち込みに至っている。最新となる 10～12 月期時点の水準(約 10.8 兆ユーロ)は 2016 年 10～12 月期前後の水準に近い。過去 4 年で積み上げてきた成長の跡が吹き飛び、それをどれほどのスピード感を持って立て直していけるかが今後の焦点となる。ちなみにリーマンショック後、



欧州では債務危機という固有のショックを併発したこともあって域内の GDP が危機前の水準に復元したのは 2015 年以降だった。ショックから 7 年の月日を要したのである。今回は債務危機のような

固有事象はなく、落ち込みも人為的な経済活動制限の結果であるため、ワクチン効果も顕現化してくれば、それほど時間はかからないというのが筆者の基本認識である。

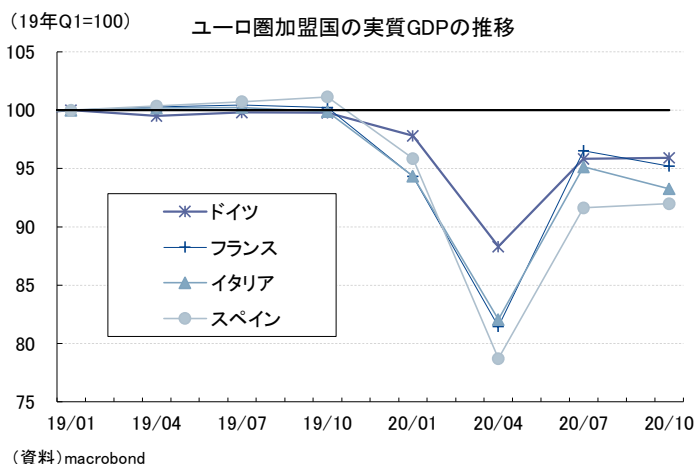
～今後、金融政策運営は難化する～

こうした実体経済の現状と展望はユーロ圏に限らず米国や日本など、世界各国に共通する話だが、ユーロ圏は 19 種類の経済から構成されるという難しさがある。欧州債務危機からの立ち上がり過程でクローズアップされたように、今後、中長期的に難しくなるのは加盟国の成長率格差とそれに対応して調整しなければならない ECB の金融政策運営だろう。2020 年終了時点では、4 大国の成長軌道に大差はない(図)。悲惨な状況には違いないが、だからこそ ECB の「やるべき政策の方向感」に関しては意見集約が容易という事実もある(もちろん、政策の具体的な中身については温度差がある)。

しかし、元々の地力(潜在成長率)の差がある以上、今後は成長率にばらつきが出てくるはずである。そうした乖離はドイツとそれ以外の国々で発生することが目に見えている。早ければ今年後半、遅くとも来年中にはそれがはっきりしてくるだろう。その際、ECB の緩和継続がそのままドイツ国内の過熱を懸念する声に繋がってくることが予想される。筆者は 2018 年にそうした論点を繰り返し議論してきたが¹、結局、2019 年以降に域内景気が失速し、コロナショックが重なったことで ECB の政策運営が緩和方向で意見集約されることになった。こうした経緯を踏まえれば、「アフターコロナが近づくほど、政策理事会の亀裂が深まる」という展開が今後も繰り返されるのではないか。

足許に目をやると懸念の芽は既にある。年間を通じて深いマイナスだったもので注目されにくい、10～12 月期の成長率(前期比)を見ても、ドイツの+0.1%に対して、フランスが▲1.3%、イタリアが▲2.0%と既に乖離は生じているように見られる。ラガルド体制下になり、緩和手段を巡る摩擦はあっても、緩和を続けること自体に異論が出るような局面はまだ未経験である。その意味で調整能力に定評があるラガルド ECB 総裁の本領はアフターコロナで発揮されることになるだろうか。

市場営業部・金融市場部
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 例えば東洋経済オンライン『ドイツの「バブルの芽」はどうして問題なのか ECB が適切に対処することは難しい』2018年8月10日。

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
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類類のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫減滅」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)