

みずほマーケット・トピック(2022 年 8 月 15 日)

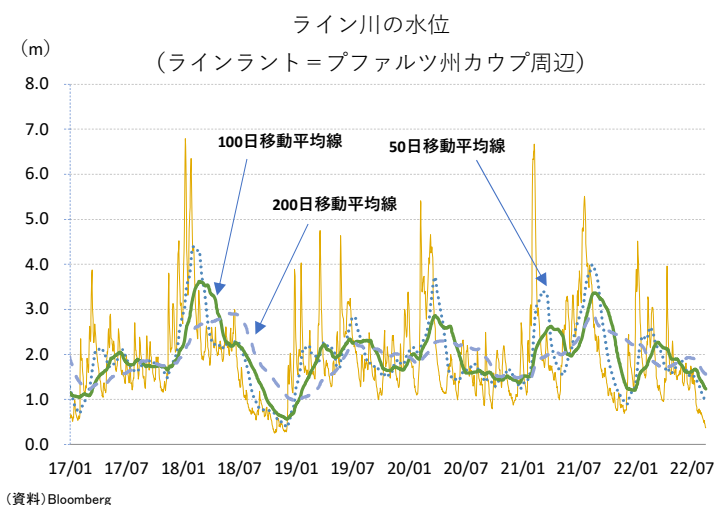
独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～

ドイツのライン川の水位低下はその後も継続中で、いよいよ航行不能な水準に定着する可能性が濃くなっている。先週も議論したが、今一度、ユーロ圏の経済・金融情勢への含意を整理しておきたい。8 月 13 日時点で水位は遂に 40 センチメートルを割り込んでおり、積載量の制限がかかった状態が継続中。2018 年よりはましな状況だが、元々欧州全域がエネルギー供給制約に直面し、脆弱性を抱え込んでいるのが当時との決定的な違い。例年通り、秋口(9～10 月)にかけて低下するのが既定路線だとすると、「欧州の大動脈」を欠く厳冬の到来という新たなリスクが現実味を帯びる。なお、水位低下はフランスのセヌ川でも起きており、同国の原発稼働にも影を落としている。既にドイツの 2022 年実質 GDP 成長率見通しは大幅な下方修正の結果、1% を割り込んでいるのが現状。この上で「ライン川航行不能の厳冬」というシナリオを織り込んだ場合、ドイツの「ゼロ成長もしくはリセッション」は現実味を増す。さらに先を見越した場合、危機の最中で簡単に放棄された脱炭素機運がかつての熱狂を取り戻せるのか疑問が残る。

～「欧州の大動脈」を欠く厳冬の怖さ～

先週の本欄でライン川の水位低下をユーロ圏の成長率低迷およびインフレ高進をもたらす新たなダウンサイドリスクとして紹介したが、これに関し多くの照会を頂いた。ライン川の水位低下はその後も継続中で、いよいよ航行不能な水準に定着する可能性も濃くなっているため、今一度、ユーロ圏の経済・金融情勢への含意を整理しておきたい。ライン川はスイス山岳地帯から始まり、ドイツの主要都市を従え、最終的には欧州最大の港湾都市ロッテルダム(オランダ)まで繋がり、最後は外洋(北海)へ注ぐ。燃料(石炭や鉄鉱石など)、化学製品、自動車部品など重要な交易財を運ぶ海上運送の要であり、文字通り「欧州の大動脈」と形容して差し支えない重要なライフラインである。

8 月 13 日時点でドイツ西部の都市でライン川中流に位置するカウプ周辺の水位は遂に 40 センチメートルを割り込んでいる(図)。2018 年には 30 センチメートルを割り込んでおり、その際は水上運送の代替として陸上運送が西部地域に殺到、ガソリンスタンドが大渋滞、燃料も枯渇するという事態も発生している。実体経済面では化学製品の出荷などが大幅に減少したことも統計上、確認できる。現状はそこまでの事態に至っていないが、積載量の制限なく航行可能



な水位は 1.5 メートルとされており、既にドイツを中心とする域内物流には制約がかけられた状態にある。周知のとおり、そもそも 2018 年との決定的な違いとして、本件以前からドイツひいては欧州全域はエネルギー供給制約に直面しており、脆弱性を抱え込んでいる。ここにきてさらにエネルギー供給を絞るような材料が浮上すること自体、看過できない差し迫った状況にある。

先週の本欄でも言及した通り、例年のデータに基づけばライン川の水位は秋口(9～10 月)にかけて低下する。このままいけば冬前にライン川の航行不能が定着し、エネルギー供給制約は一段と強まるというリスクシナリオが現実味を帯びる。「欧州の大動脈」を欠く厳冬の到来はエネルギー不足に伴う成長率の押し下げに直結する。現時点で完全な航行不能に至っているわけではないが、もう積載制限が出ているということはもう既に影響は出始めている。例えば水位低下により通常比 4 分の 1 しか積載できなければ、全て運搬するのに 4 回の航行が必要になる。すなわち荷主の支払う輸送量も 4 倍だ。大動脈を損傷した経済ではこうした非効率をしばしば強いられることになる。

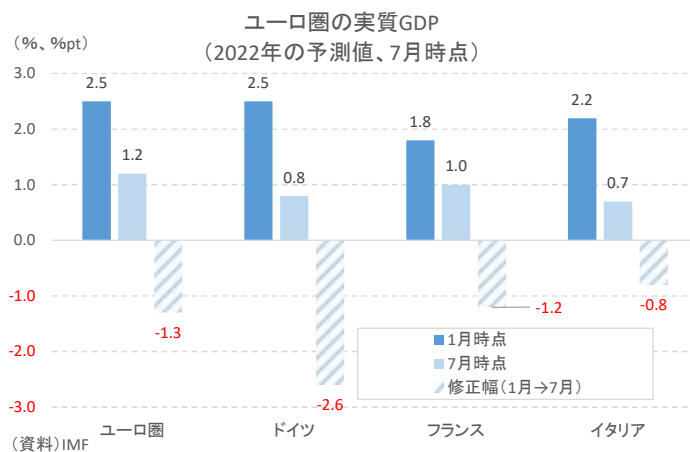
ちなみにドイツのライン川だけではなくフランスのセーヌ川も猛暑により水位が低下しており、温度の高い冷却水を河川に戻すと環境に影響が出るという理由からフランス国内の一部の原子力発電所が出力を下げるという展開に直面している。ユーロ圏コア国の中でもエネルギー供給に懸念の小さかったフランスでも意外な形で制約が出始めている。欧州委員会や ECB は「ロシアからのエネルギー供給が完全に途絶すること」を最悪シナリオと掲げていたが、ここにきて河川の水位低下という伏兵の存在に苦慮することになりそうである。

～強まるドイツのリセッションシナリオ～

ライン川の水位低下が成長率に与える影響はまだ未知だが、今年のユーロ圏の成長率見通しは既に年初時点から半減しているという実情は知っておきたい。現状入手できる主要機関の見通しに関し、最新は 7 月 26 日に改訂が発表された IMF の「世界経済見通し(WEO)」である。この改訂では河川の水位低下はもちろん、ロシアからのエネルギー供給が完全に途絶することも(リスクとして視野に入れつつも)織り込んでいるわけではない。この段階で

もドイツの実質 GDP 成長率は今年 1 月時点の WEO から 3 分の 1 程度の成長率にまで切り下がっており(+2.5%→+0.8%)、現時点で+1%を割り込む見通しである。これは他の加盟国やユーロ圏全体のイメージに照らしてもかなり大きな切り下げ幅である(図)。

こうした現状に加えて「ライン川航行不能の厳冬」というシナリオを織り込んだ場合、電力不足を背景とする工場の稼働率低下が一段と足かせになる。ロシアからのエネルギー供給問題も片が付いたわけではない。2022 年のドイツ経済について「ゼロ成長もしくはリセッション」という可能性が色濃くなりつつある。年初の+2%強の成長率が見込まれていた念頭から景色は一変している。



～試される脱炭素～

水位低下は猛暑による渇水が原因とされ、それ自体は近年の欧州が音頭をとってきた気候変動（脱炭素）問題と直結する。こうした状況下、ロシアからのエネルギー供給が絞られつつあることで本来は脱炭素と矛盾する石炭火力発電への再回帰が生じつつあるというのが従前の状況であった。だが、ここにきて猛暑による渇水（≡主要河川の水位低下）で石炭運送に支障が生じ、石炭火力発電の通常運用にも影響が出る可能性が出てきた。この状況が極まっていけば、脱炭素とも両立する主要な発電手段として原子力発電が必然の選択肢として浮上してくるだろう。

シュルツ現政権はメルケル前政権が 2011 年に打ち上げた「2022 年末までの原発全廃」を今のところ貫く方針にあり、これは連立政権の一角を占める緑の党の存在を踏まえれば撤回は困難という見方が根強い。しかし、既にドイツ世論の 8 割が原発の稼働延長を支持し、なんと緑の党支持者の 7 割近くも同様の立場へと変わってきているという。生活インフラが危機に晒されていることを肌で感じる有権者にとって地球の気温を 1 度下げるよりも今冬を無事に乗り切ることの方が遥かに大事になっているのだろう。そうなるであろうことは行き過ぎた脱炭素機運に警鐘を鳴らす向きが当初から指摘してきた展開だが、残念ながら実際にそうなるまで多くの支持者は気づけなかった。自身の日常が危うくなれば崇高な理念であっても簡単に放棄されることが示された以上、今回の非常事態が落ち着いた後、果たして脱炭素機運がかつての熱狂を取り戻せるのか疑義は残る。

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
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～