

みずほマーケット・トピック(2022年11月9日)

ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～

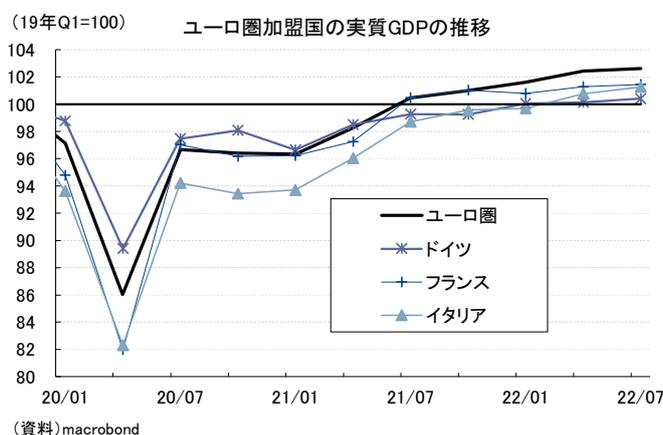
米国に注目が集中する一方、これから懸案の冬が到来するユーロ圏からも目が離せない。ユーロ圏7～9月期実質GDPは辛うじて増勢を維持したものの、けん引役であった輸出の減速は否めず、もとより脆弱性を抱える個人消費や企業の設備投資などが崩れる中、10～12月期は引き続きリセッションリスクが残る。これは各種計数から確認できる話で製造業PMIに目をやれば、世界的な悪化傾向の中でユーロ圏の悪化度合いはひとときわ深い。それでもインフレが落ち着く兆しが見られないという点も米国との大きな相違。総括すれば、先進国で最も景気後退リスクが高そうで、最もインフレ抑制が上手いかなそうな国・地域がユーロ圏という状況に見受けられ、それは一言で言えばスタグフレーションの淵に立っているという理解に。ユーロ/ドル相場を見通すという観点に立てば、欧米金利差拡大がユーロ買い・ドル売りに繋がるという話に繋がるが、果たしてそう単純に事が進むだろうか。確かに足許ではそうなっているが、スタグフレーションがテーマ視される中で当該通貨が買い進められる展開が持続可能かどうかは議論がある。

～大きな材料もドル/円動かず～

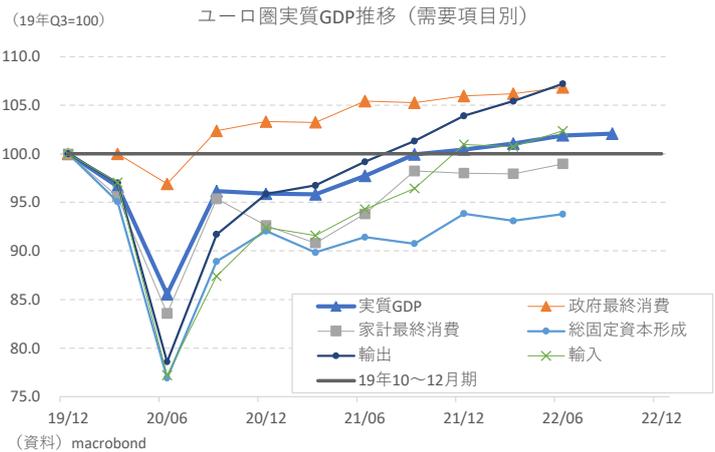
筆者休暇中の金融市場ではFOMC、米10月雇用統計、米中間選挙と重要なイベントが相次いだものの、ドル/円相場は145～148円で膠着している。これは至極当然の展開と言える。FRBの利上げペース減速は既定路線としても、利上げの最高到達点に関する市場期待が殆ど後退しておらず、むしろ引き上がる状況にある。日米金利差をドル/円相場のドライバーと説明する向きが多いことを踏まえれば(筆者は必ずしもそれだけとは思わないが)、146～148円の膠着相場は納得感がある。恐らく12月以降のFOMCでは利上げ幅の縮小が可視化されるが、米金利が高い状態でハト派ムードが醸成されれば却って円キャリー取引に適した土壌になるはずである。かねて本欄で強調している点ではあるが、それが円安相場を再起動するリスクを為替市場は軽視していないだろうか。

～辛うじて増勢を維持～

なお、米国に注目が集中する一方、これから懸案の冬が到来するユーロ圏の実体経済動向からも目が離せない。10月31日に公表されたユーロ圏7～9月期実質GDPは前期比+0.2%(前期比年率+0.7%、以下特に明記しない限り変化率は前期比)と減速しているものの、増勢は辛うじて維持している。速報段階ゆえ、需要項目別の詳細は明らかではないものの、インフレ高進を受けた実質所得環境の



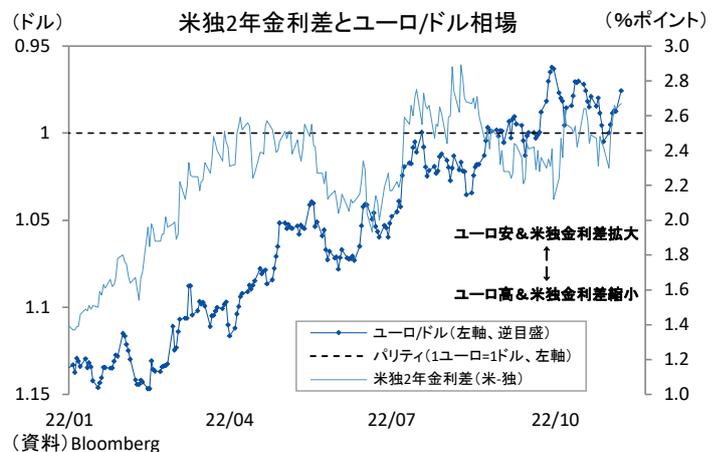
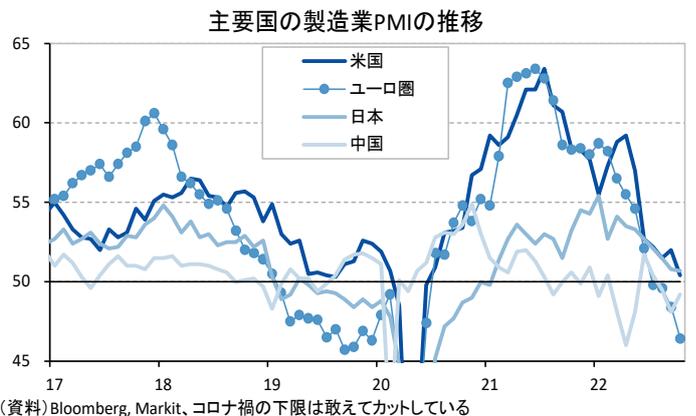
悪化が消費・投資意欲を抑制したことは想像に難くない。国別に関して4 大国を見ると、いち早く悪化が始まっていたドイツが+0.1%から+0.3%へ若干加速しているものの、フランスが+0.5%から+0.2%へ、イタリアが+1.1%から+0.5%へ、スペインが+1.5%から+0.2%へ、軒並み大きく減速している。もっとも域内全体で増勢が維持されている点は重要であり、コロナ前の GDP 水準を超えた上での大きな減速であることは注記したい(日本はコロナ前の GDP 水準にすら届いていない)。もっとも、需要項目別にその動きに迫ると(図)、確かに GDP の仕上がりはコロナ以前を復元しているものの、輸出と政府最終消費に引きずられた動きであり、少なくとも前者は世界経済失速の影響を今後免れないだろう。もともと、家計の消費や企業の投資はコロナ以前と比べて脆弱性を抱えており、インフレ加速と金利上昇を受けて10~12月期は景気後退(リセッション)に陥る可能性はぬぐえない。



～世界で最もスタグフレーションに近い状況～

ユーロ圏に対する不安は月次で確認できる各種計数からも感じられる。例えばドイツ Ifo 景況感指数や ZEW 景況感指数の期待指数が明らかに下方リスクを示唆しているのは既報の通りだが、域内全体でもその印象は変わらない。製造業 PMI に目をやれば、世界的な悪化傾向の中でユーロ圏の悪化度合いはひとときわ深い(図)。それでもインフレが落ち着く兆しが見られないという点も米国との大きな相違だろう。10月政策理事会でラガルド ECB 総裁は金融緩和の解除に関して「著しい進展 (substantial progress)」を遂げたことを認めているが、ヘッドラインのインフレ率が減速しない中で利上げ幅を縮小するのは難しいだろう。

総括すれば、先進国の経済において最も景気後退リスクが高そうで、最もインフレ抑制が上手いかなそうな国・地域がユーロ圏という状況に見受けられ、それは一言で言えばスタグフレーションの淵に立っているという言い方にもなる。ユーロ/ドル相場を見通すという観点に立てば、欧米金利差拡大がユーロ買い・ドル売り



に繋がるという話につながるが(前頁図)、果たしてそう単純に事が進むだろうか。確かに足許ではそうなっているが、スタグフレーションがテーマ視される中で当該通貨が買い進められる展開が持続可能かどうかは議論があるだろう。年内から年明け 1~3 月期にかけてはパリティを断続的に割り込む展開が強いられ、(気候が温かくなり燃料価格が落ち着いてくる)4~6 月期以降にようやくパリティを超えて安定できるというのが無難な予測軌道ではないか。

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11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を学ぶか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリテ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
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リスク
2022年8月9日	2022年上半年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	パリテ割れの背景整理～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～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市場には変調の兆しも
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(世論に動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/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～)