

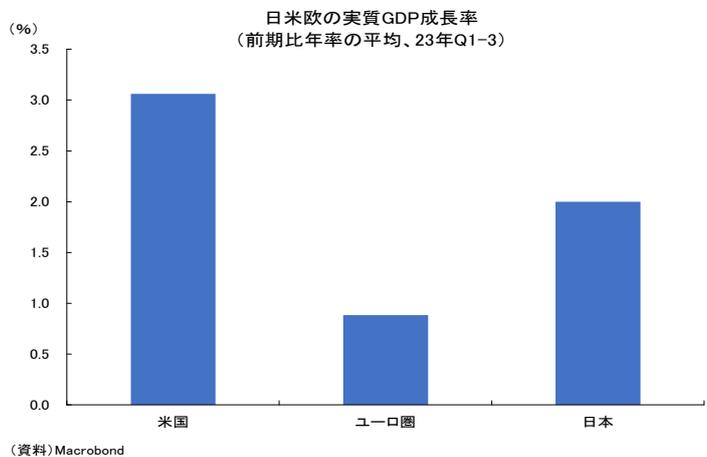
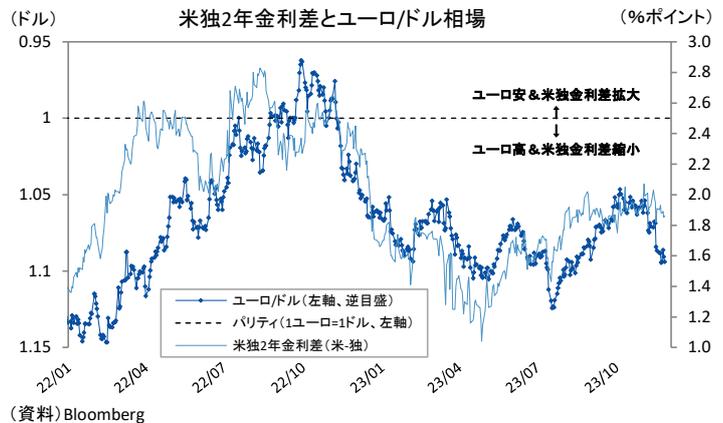
みずほマーケット・トピック(2023年11月28日)

## ユーロ圏経済と ECB 金融政策の現状と展望

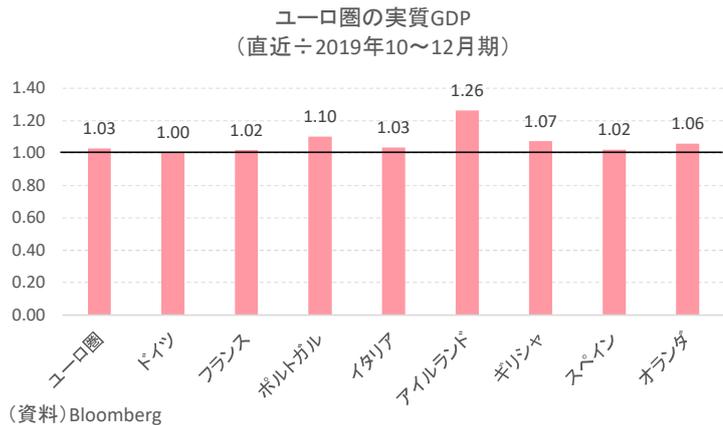
米金利のピークアウトが鮮明になったところで、目下、ユーロ相場が堅調を取り戻しつつある。ECB の金融政策が FRB のそれと比較してタカ派色を維持できるという確証があるわけではなく、むしろ「FRB よりも後に利上げを始めた ECB の方が先に利下げに転じるのではないか」という声も聞かれるほど、ユーロ圏の経済・金融情勢は脆弱性を露呈している。金利情勢に関し、米金利の低下幅が域内金利のそれよりも大きいことから、欧米金利差縮小に対して為替市場が素直に反応しているだけとも考えられる。現在目の当たりにするユーロ相場の強さは一時的に上がり過ぎていた米金利の調整に応じた動きであり、ユーロ圏の経済・金融情勢を評価したものとは言えない。域内の与信情勢は明確に失速しており、理論的には時を置いてインフレ抑制が期待される状況。こうした中、ECB の利上げ停止は合理的な判断と言えそうだが、雇用・賃金情勢は依然逼迫している。レーン理事によれば、その見極めは春先までかかりそうとのこと。

### ～ユーロ圏経済の現状～

米金利のピークアウトが鮮明になったところで、目下、ユーロ相場が堅調を取り戻しつつある。もっとも、ECB の金融政策が FRB のそれと比較してタカ派色を維持できるという確証があるわけではなく、むしろ「FRB よりも後に利上げを始めた ECB の方が先に利下げに転じるのではないか」という声も聞かれるほど、ユーロ圏の経済・金融情勢は脆弱性を露呈している。金利情勢に関し、米金利の低下幅が域内金利のそれよりも大きいことから、欧米金利差縮小に対して素直な反応が為替市場で出ているだけと言える(右図・上)。それほどまでに米金利の高止まりが極端だったとも言えるかもしれない。米国経済の強さが異様さを放っているのも確かだが、今年に入ってからユーロ圏経済の弱さも目を引くものがある(右図・下)。ひとえにユーロ圏経済の3割を占めるドイツ経済がリセッションすれすれの成長軌道を描いていることに起因して



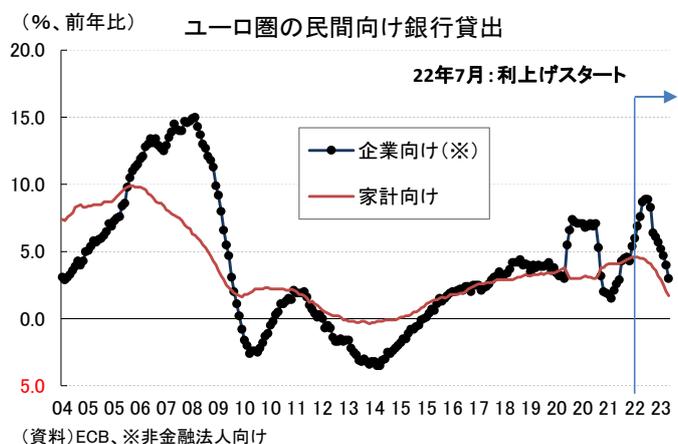
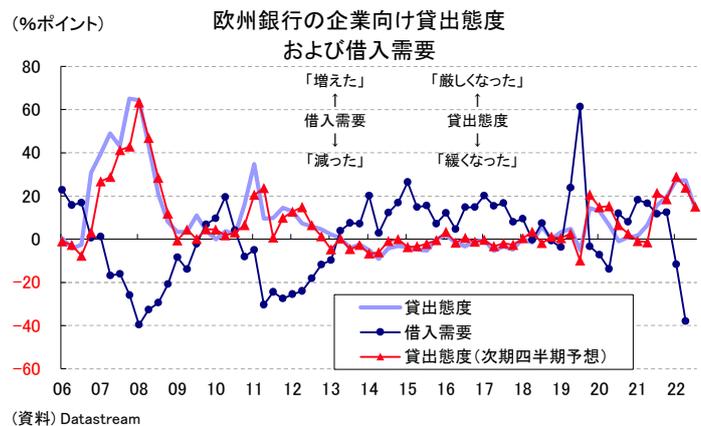
いる。同国経済低迷の実情に関しては「帰って来た欧州の病人」をテーマに過去の本欄<sup>1</sup>で詳述しているのをご参照いただきたいが、中国という「最大のお得意先」を欠き、脱原発という政治的理想に束縛されたまま高いエネルギーコストを払い続ける現状ではドイツ経済がかつての力強さを取り戻すことは叶わない。ちなみにパンデミック直前の実質GDP水準と比較した場合、ドイツは横ばい



ばいで変わっておらず、ユーロ圏でも+3%程度の上乗せに留まっている(図)。周知の通り、この冴えない実体経済の中でユーロ圏は史上最高のインフレに直面していた。基本的にそうしたインフレ圧力はディマンドプルではなくコストプッシュに由来するものであり、実質所得環境ひいては消費・投資が抑制されたゆえの低迷だったことが良く分かる。いずれにせよ現在目の当たりにするユーロ相場の強さは一時的に上がり過ぎていた米金利の調整に応じた動きであり、ユーロ圏の経済・金融情勢を評価したものではないと考えておくのが無難だろう。

### ～浸透する利上げ効果～

しかし、そうした欧米金利差の縮小が持続性を伴うのかは疑義がある。ECB自身がそう認識するように、累次の利上げ効果は確実に域内経済を抑圧している。銀行貸出態度調査では貸出態度の厳格化傾向は落ち着きを見せているものの、金利上昇による借入需要の大幅後退は鮮明である(右図・上)。これと貸出実績もこうした調査と整合的な結果になりつつあり、家計・企業向けの双方で失速する現状がある。理論的には時を置いてインフレ圧力の後退が想定される状況にある。右図(下)に示されるように、これほどの落差を伴う与信の減少はリーマンショック直後くらいしか経験が無く、その後のユーロ圏がデフインフレ・低金利の常態化を伴う「日本化」に苛まされたことを思えば<sup>2</sup>、ECBの利上げ停止は妥当な判断と言える。追加利上げよりも利下



<sup>1</sup> 本欄 2023年9月19日号『「欧州の病人」は戻って来たのか』などをご参照下さい。

<sup>2</sup> 拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』(2014年、東洋経済新報社)をご参照下さい。

げ転換の方が可能性が高いという予想にも相応の合理性は感じられる。

～本当にハト派転化が期待できるとすれば春以降～

よって、欧米金利差に応じたユーロ相場の堅調はさほど持続性を伴うとは思えないが、敢えてインフレのアップサイドリスクがあるとすればやはり雇用・賃金情勢と考えられる。図に示すように、今年 7～9 月期時点で労働組合における妥結賃金とこれに左右される労働コストは明確な反転の兆しが確認できているわけではない。失業率に関しては、ようやく過去最低水準の更新が止まったが、6.4～6.5%と



依然完全雇用に近い水準で推移している。10 月初頭にはチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が賃金の伸びが今後数か月で穏当なものになるとの認識を示しつつ、「本当に縮小しているかどうかは来年のイースター(復活祭)ごろにならないと分からない」と口にしてしている。この発言が政策理事会の総意とすれば、2024 年 1～3 月期まで ECB は様子見を続け、仮に実体経済へ配慮してハト派色を強めるとしても春先以降ということになりそうである。同時にユーロ相場の堅調が本当に試されてくるのは 4～6 月以降と考えることになる。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の目玉実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分) 年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか?
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分) 週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)