

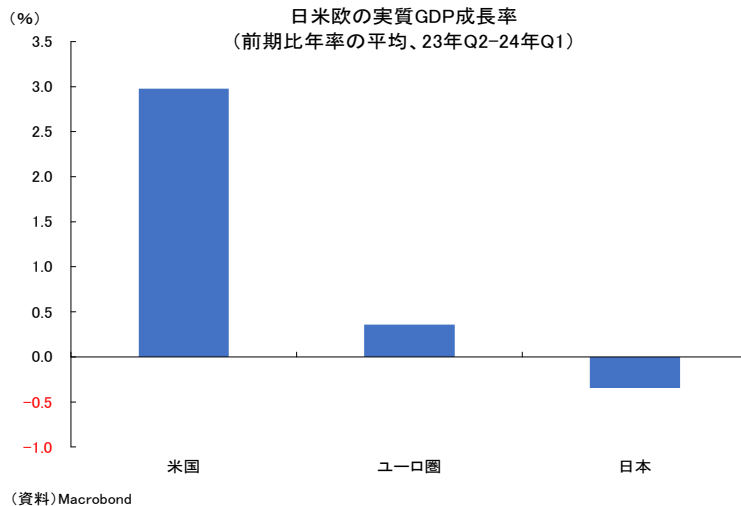
みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 21 日)

ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～

FRB に先んじて ECB が 6 月にも利下げに踏み切る公算は非常に大きい。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の鈍化傾向を受けての決断であることは確かだが、そもそもユーロ圏経済が米国経済に比べて脆弱性を抱えているという点も ECB の 6 月利下げを正当化してきた部分がある。例えば実質 GDP 成長率(前期比年率)に関し、23 年 4～6 月期から 24 年 1～3 月期までの 4 四半期平均で比較した場合、米国とユーロ圏では雲泥の差がある。インフレ率だけを見ているとそれほど格差を感じないが、成長率だけを見れば ECB が先行して利下げすることに何ら違和感はない。しかし、24 年 1～3 月期のユーロ圏経済は明らかに底入れを示している。これから利下げをしようというタイミングで景気の底入れが確認されていることは不都合な真実かもしれない。「妥結賃金統計の明らかになる 5 月末までは現状維持」という点を強調し過ぎたことで 6 月利下げが済し崩し的に織り込まれており、これを ECB が後悔している可能性はないだろうか。賃金減速は概ね約束されているにせよ、7 月以降の利下げは現時点で完全に白紙である。

～ECB の先行利下げに何ら違和感なし～

昨日の本欄でも見たように、FRB に先んじて ECB が 6 月にも利下げに踏み切る公算は非常に大きい。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の鈍化傾向を受けての決断であることは確かだが、そもそもユーロ圏経済が米国経済に比べて脆弱性を抱えているという点も ECB の 6 月利下げを正当化してきた部分がある。例えば実質 GDP 成長率(前期比年率)に関し、2023 年 4～6 月期から 2024 年 1～3 月期までの 4 四半期平均で比較した場合、米国の +3.0%に対し、ユーロ圏は+0.4%であ

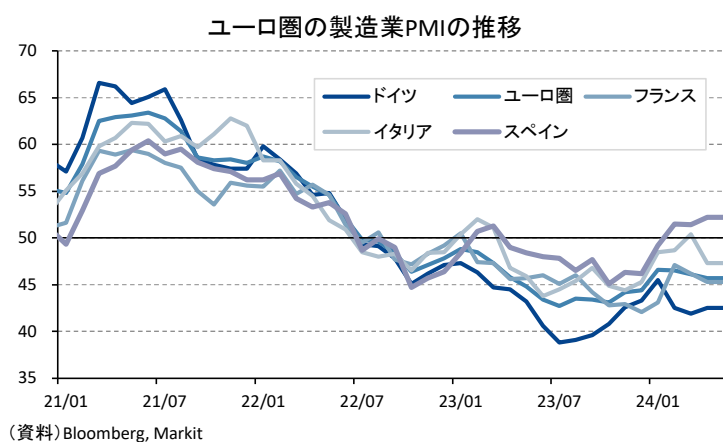
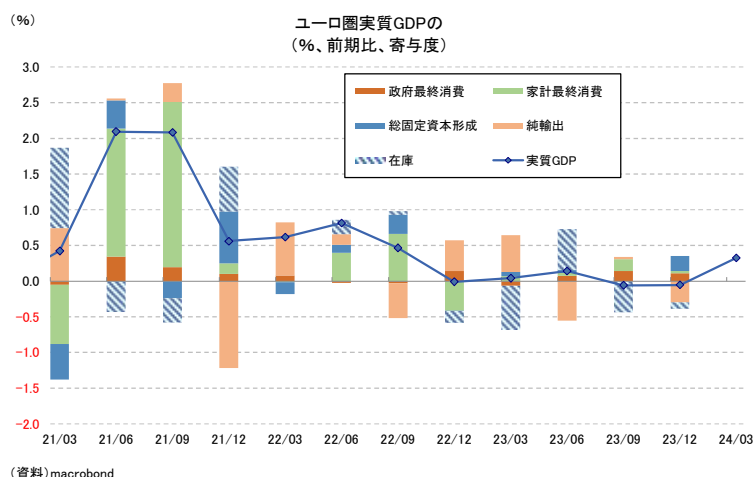


る。ちなみに日本は▲0.3%であり、突出して弱い。にもかかわらず円安抑止のために日銀の追加利上げが模索される状況は非常に苦しいと言わざるを得ないだろう。話を欧米比較に戻せば、米国とユーロ圏では実体経済の現状について雲泥の差がある。インフレ率だけを見ているとそれほど格差を感じないが、成長率だけを見れば ECB が先行して利下げすることに何ら違和感はない。

～「底入れ」という不都合な真実～

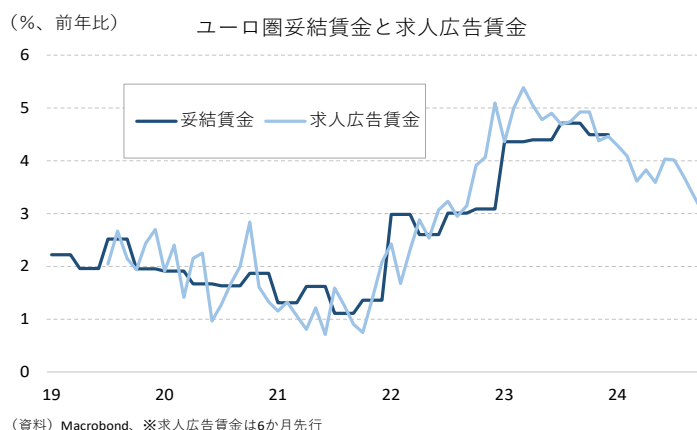
もつとも、4 月 30 日に公表された 2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)に関し、ユー

口圏は前期比+0.3%（前期比年率+1.3%、以下特に断らない限り前期比）と3四半期ぶりのプラス成長に復帰している（図・上）。これは昨年10～12月期が横ばいから同▲0.1%に下方修正されたことの影響も含んでいるが（これにより2023年7～12月はテクニカル・リセッションに陥っていたことになる）、これから利下げをしようというタイミングで景気の底入れが確認されていることについてやや気持ち悪さも覚える。需要項目別の数字は未発表であるが、国別に見ればユーロ圏20か国全てがプラス成長を記録しており、これも久しく見られなかった構図である。特筆されるのはやはりドイツであり、前期の同▲0.5%から同+0.2%へ増勢を取り戻している。そのほかフランス（同+0.1%→同+0.2%）、イタリア（同+0.1%→同+0.3%）と加速が見られ、スペイン（同+0.7%→同+0.7%）も高い成長率を維持するなど、4大国全てが堅調という仕上がりだ。ちなみにこうしたユーロ圏経済の底入れは毎月のPMIから推察されたものであり、図（下）に示すように、多くの加盟国が判断の分かれ目となる50を割り込んでいるものの、最悪期を脱したというイメージは抱かれる。繰り返しになるが、こうした状況を前に利下げが始まろうとしている難しさは知っておきたい。6月利下げを概ねコミットしてしまったECBにとって底入れは不都合な真実に映るかもしれない。



～7月以降は完全に白紙～

シュナーベル理事のインタビューでも確認したように、ラガルドECB総裁を筆頭として多くのECB高官が「6月利下げを確実だが、その後は未定」というスタンスを強調しているのは、そもそも「6月利下げをコミットしてしまったことの不味さ」も多少は感じているからかもしれない。後講釈だが、1月時点から「妥結賃金統計の明らかになる5月末までは現状維持」という点を強調し過



ぎたことで「ということは 6 月に(利下げへ)動く」と市場は済し崩し的に織り込んでしまったように思える。もちろん、3 月や 4 月時点の ECB は確かに 6 月利下げの必要性を感じていたかもしれないし、先行する求人広告データを踏まえればほぼ確実に妥結賃金の減速は約束されている(前頁図)。しかし、一時的な指数の乖離も想定されるところではあり、果たして現在も当時と同様の自信をもって 6 月 6 日会合の利下げを考えているのか定かではない。いずれにせよ、現在入手可能なデータを踏まえる限り、7 月以降の利下げは完全に白紙と考えておくべきだろう。

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。

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
2024年5月20日	垣間見たECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安が始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年・持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年・円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)