

みずほマーケット・トピック(2024 年 10 月 9 日)

失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢

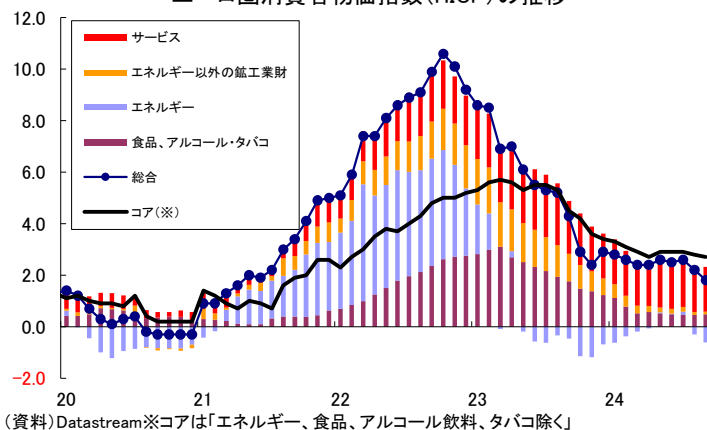
復調傾向が指摘されてきたユーロ圏経済の雲行きが怪しくなっている。象徴的にはユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP)が 2021 年 6 月以来、実に 3 年 3 か月ぶりの 2%割れとなったことに表れており、明らかに域内の経済・金融情勢の失速感が見て取れる。一部の ECB 高官からはインフレの下振れリスクにまで言及が見られており、端的にユーロ圏に対するリセッションリスクが再浮上している情勢。国別の景況感などをみてもドイツを中心に精彩を欠く動きが目立ち始めている。引き締め的な財政・金融政策に加え、パリ五輪特需の剥落なども寄与していそう。もっとも、利上げと利下げの狭間で葛藤を強いられる「不況下の物価高(スタグフレーション)」と比べれば、域内全体が押し下げられるような状況の方が政策運営の難易度は低い。ECB として採るべき選択肢がクリアになった分、不透明感は後退したとも言える。10 月政策理事会での追加利下げの公算は大。片や、FRB は 11 月利下げスキップという説まで浮上しており、欧米経済について彼我の差は非常に大きい。ユーロ相場が下押しされる雰囲気が強まっている。

～域内インフレ率、遂に 2%割れ～

復調傾向が指摘されてきたユーロ圏経済の雲行きがやや怪しくなっている。象徴的には先週 1 日に発表されたユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP、速報)が 2021 年 6 月以来、実に 3 年 3 か月ぶりの 2%割れとなったことに表れており、明らかに域内の経済・金融情勢の失速感が見て取れる。主にエネルギーが前年比▲3.0%から同▲6.0%へ下げが加速したことに起因しているが、エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くコアベースでも同+2.8%から同+2.7%へ減速している。こうした動きは利下げ路線を歩む ECB にとって朗報と言えるだろう。懸案のサービスは同+4.1%から同+4.0%へ高止まりしつつも減速しており、前月に囁かれていた雇用・賃金市場の加速は一旦、懸念が和らいでいる。9 月に改訂された ECB スタッフ見通し(表)を見ても、9 月 HICP の動きはベースシナリオを下回るものであり、この点は今週 7 日にビルロワドガロ

(%, 前年比)

ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



ECBのスタッフ見通し(2024年9月)

(%)

	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率(HICP)	5.4	2.5	2.2	1.9
(前回: 2024年6月)	5.4	2.5	2.2	1.9
コアHICP	4.9	2.9	2.3	2.0
(前回: 2024年6月)	4.9	2.8	2.2	2.0
実質GDP	0.5	0.8	1.3	1.5
(前回: 2024年6月)	0.6	0.9	1.4	1.6

(資料) ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2024-26年にかけて1.09~1.10。

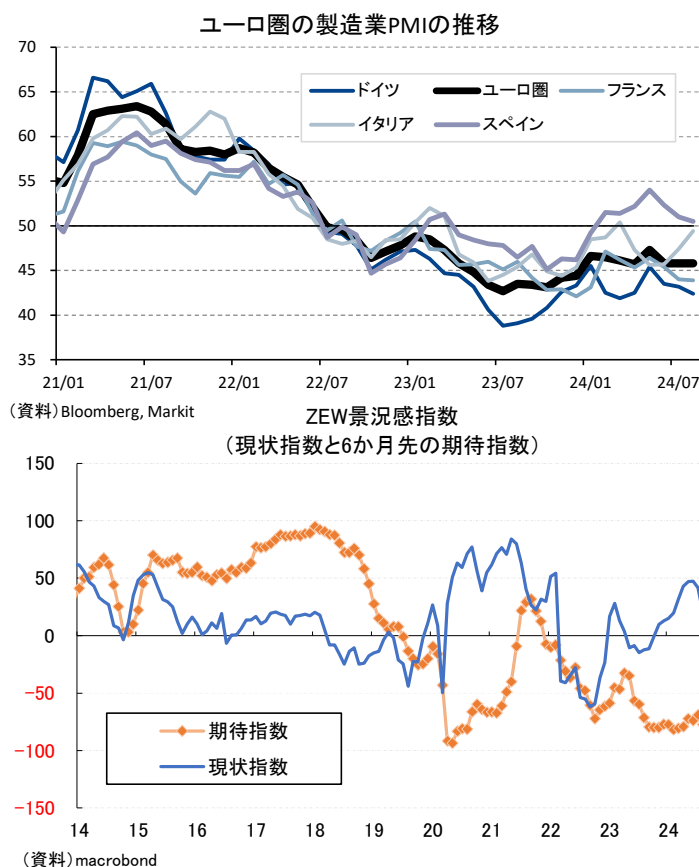
※コアはエネルギー・食品を除く

ー・フランス中銀総裁がイタリア紙とのインタビューで「過去 2 年間、われわれの主なリスクは 2% 目標をオーバーシュートするということだったが、今われわれは低成長と過度に長期にわたる景気抑制的な金融政策により、目標をアンダーシュートするという反対側のリスクにも注意を払わなければならない」と述べていた内容と符合する。10 月 17 会合のプレビューは後日行うが、HICP の動きを 1 つ取ってみても域内の経済・金融情勢が失速している可能性は鮮明である。

～景況感から察するリセッション懸念～

ビルロウドガロー総裁の述べる「反対側のリスク」は、要すればリセッションに伴うデysinフレのリスクとも読み替えられる。この点は域内企業の景況感からも窺い知れる。ユーロ圏 9 月製造業購買担当者景気指数 (PMI、改定値) は 45.0 と 8 月の 45.8 から ▲0.8 ポイントも低下し年初来最低を記録している。生産指数を中心とする製造業 PMI の失速を受けて、域内経済の停滞を予想する声は強い。製造業 PMI の失速を国別に見ると、特に VW 社の国内工場閉鎖が話題となっているドイツでは雇用判断を中心に一段の悪化が見られており、元々相対的には低空飛行を強いられていた同国製造業の景況感が抑制されている様子が窺える。より市場で注目度の高い独 ZEW 景気期待指数などを見ても、ドイツの悲惨な情勢は毎月クローズアップされており 8 月分 (8 月 13 日発表)

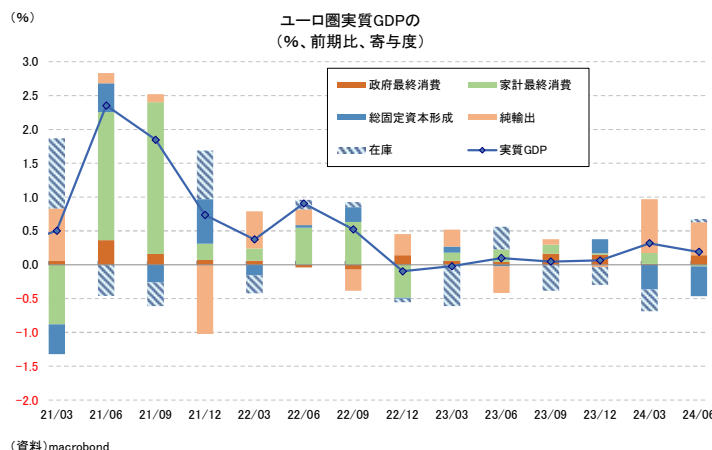
は過去 2 年で最大で落ち込み、9 月分 (9 月 17 日発表) は予想以上の落ち込みが目立っている (図)。 ZEW はアナリストを含む市場関係者などにアンケート調査を行った結果だが、Ifo 企業景況感指数のように企業の景況感でも悪化は慢性的なものになりつつある。



～政策の不透明感はむしろ後退～

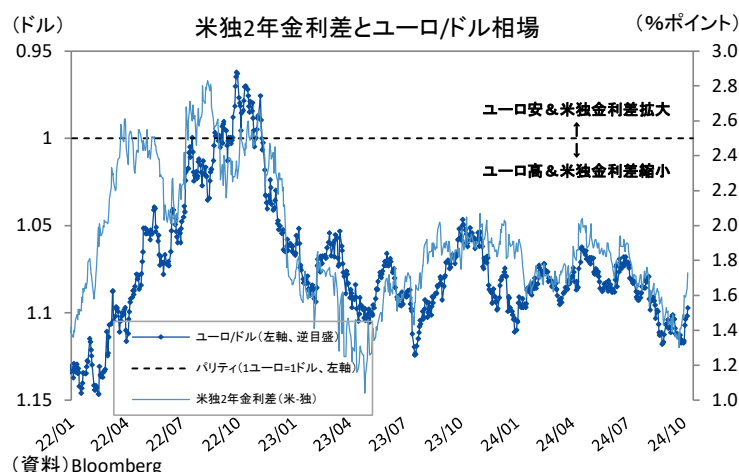
2024 年に入ってから域内成長率が復調傾向にあった背景には、インフレピークアウトによる実質所得環境の改善とパリ五輪特需を受けたインバウンド需要 (サービス輸出) の増加などが寄与していたと考えられる。実際、直近 2 四半期の成長を支えていたのは純輸出である (次頁図)。現状はその剥落に加えて財政・金融政策の引き締め効果が域内に浸透しつつあるというのが現状なのだろう。過去 2 年間で大幅に利上げを行った金融政策、2024 年に入り運用が再開された安定・成長協定の下での財政政策が民間部門の消費・投資意欲を圧迫していると考えられる。本来、賃金上昇が落ち着く中で企業収益の圧迫も収まり、家計部門の勢いが取り戻されるかと思いきや、成長

のエンジンであるべきドイツがエネルギーコストの高止まりを受けて浮揚できていないことで域内全体の足取りを重くしている中、2022～2023 年の域内を覆ってきた慢性的なリセッション不安が再び顔を出そうとしている。もっとも、利上げと利下げの狭間で葛藤を強いられる「不況下の物価高(スタグフレーション)」と比べれば、域内全体が押し下げられるような状況の方が政策運営の難易度は低い。ECB として採るべき選択肢がクリアになった(利下げの迷いがなくなる)分、不透明感は後退したとも考えられる。



～10 月利下げであれば、ユーロ相場下押しに～

かかる状況下、上述のビルロッドガロー総裁発言を持ち出すまでもなく、10 月 17 日会合では追加利下げの公算が大きい。次回会合(12 月 12 日)までに2度の HICP 公表があり、しかも米大統領選挙までである。もちろん、PMI を筆頭とする景況感の発表もあるし、7～9 月期 GDP の数字も明らかになる。これら全てが域内景気にアゲインストな材料であった場合、10 月 17 日会合で利下げを見送ることの「ツケ」は非常に大きく、12 月



会合では▲50bp という可能性も浮上するだろう。常々、一定のペースでの利下げを好んできたラガルド ECB 総裁にとって望まぬ展開である。10 月、12 月と▲25bp ずつの利下げを割り当てるのが賢明だろう。片や、周知の通り、FRB については11 月利下げスキップという説まで浮上しており、欧米経済について彼我の差は非常に大きい。ドル/円相場と同じか、それ以上に金利差へ追随する傾向のあるユーロ/ドル相場は、下押しされる可能性がにわかに強まっているように見受けられる。

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

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10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「正真正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
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～
2024年5月20日	垣間見えた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」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～