

みずほマーケット・トピック(2014 年 2 月 19 日)

日本化を否定する独連銀理事講演の読み方

昨日はドンプレト独連銀(ブンデスバンク)理事が東京にて講演を行っている。目を惹いたのはユーロ圏の日本化リスクに関して積極的に言及したことであり、「状況は全く異なる」、「日本シナリオの恐怖は見当違い」と真っ向から否定しているものの、総じて「現段階でそうならないから、そうならないはず」との反駁理由に終始しており、やや迫力不足。何より、「聞かれてもいないのに説明する」こと自体、その懸念が浸透してきていることの裏返しに思える。なお、ドンプレト理事は人口減少に関しては、ドイツにとっても来るべき試練であることを認めており、「内需減少→外需依存→黒字蓄積→通貨安志向」の展開が懸念される。それは日本化の序章にも思えるが…

～為替の乱高下は空騒ぎ～

昨日のドル/円相場は日銀金融政策決定会合の現状維持決定を受けて 101.76 円まで急落した。だが、その後は今年 3 月末に期限を迎える成長基盤融資オペの 1 年延長及び供給枠倍増との決定が材料視され、株価の急騰に伴い、直ぐに 102.74 円の高値まで買い戻される荒い展開となった。黒田日銀のマジックナンバーである「2」を巧く使い、期待を繋いだ点は評価されるが、結局は本丸である銀行貸出が(公共投資要因以外で)伸びなければ、スキームのポテンシャルも活かせない。今回の決定が実体経済に与える影響は大きいものではなく、黒田日銀の性格を考えれば、3 月期限切れのスキームを放置するはずもないわけで、為替の乱高下は空騒ぎと言わざるを得ない。

～日本化を否定した独連銀理事の講演～

ところで昨日はドンプレト独連銀(ブンデスバンク)理事が東京にて講演¹を行っている。講演においては「長期にわたる低金利は不適切な価格設定を招く恐れがある」といった警鐘や、「ドイツにはまだ住宅価格上昇によるリスクの兆候は見られていない」といった自国におけるバブル牽制など、ブンデスバンクの情報発信としてはあまり意外感のないメッセージが続いたが、ユーロ圏の日本化リスクに関しても積極的に言及したことは目を惹いた。「聞かれてもいないのに説明する」こと自体、その懸念が浸透してきていることの裏返しに思えてならない(ドラギ ECB 総裁も最近その傾向がある)。ドンプレト理事は「状況は全く異なる」、「日本シナリオの恐怖は見当違い」と真っ向から否定しているものの、その反駁理由は以下に紹介するように、やや迫力不足に感じるものであった。

以下、ドンプレト理事が述べた、日本とは状況が異なる 2 つの理由を引用する

- 第一に、日本円は 1990 年代初頭から急騰した。その結果、輸入物価が失速し、これが一般物価の基調にとってブレーキとなった。ユーロは危機の中でそれほどの急騰を経験していない。
- 第二に、デフレとは名目賃金の下落-もしくは少なくとも生産性の伸び以下の賃金の伸び-が

¹ ブンデスバンク HP より Dr Andreas Dombret 『The Euro Area, the German Economy and the Pfandbrief』をご参照下さい。

長期間続くことが求められる。日本においては雇用者 1 人当たりの労働所得が多年に亘って著しく下落した。ユーロ圏においては、そのような広範な進展は見られそうにない。唯一、アイルランドやギリシャにおいては雇用者 1 人当たりの報酬が明確に落ち込んだ。

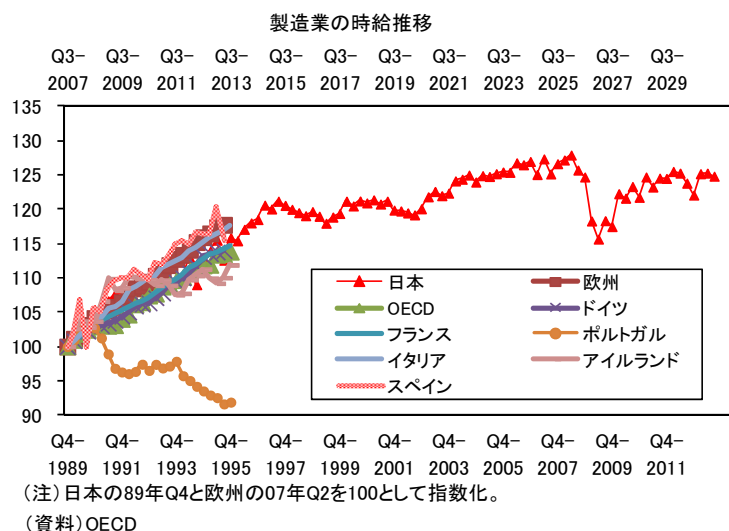
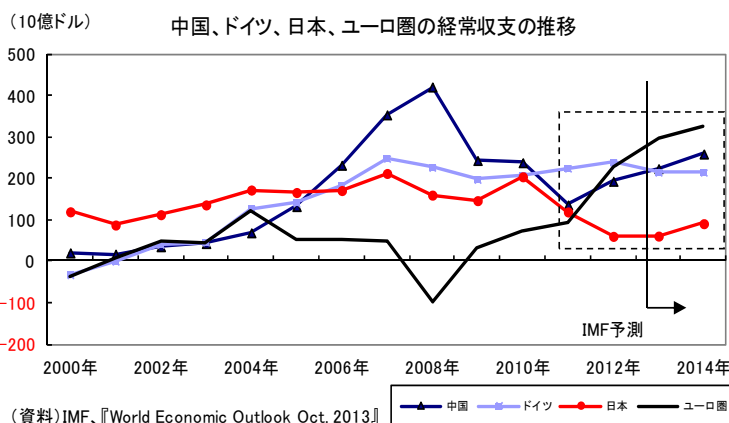
要するに、「ユーロ圏ではまだ通貨が急騰するような展開は見られていないし、賃金も下がりそうにない。だからデフレにはならない」というものである。だが、日本の経験があるからこそ、早い段階でデフレという論点が浮上しているのであって、日本とていきなり物価がプラスからマイナスへ転じ、賃金が伸び悩んだわけではない。経済状態に断層は生じず、全ては漸次的にしか進まないものだ。

例えば、1 つ目の理由で挙げられているユーロ相場の急騰がまだ見られていないという指摘は拙速である。ユーロ圏の経常黒字が中国を追い抜いて世界最大になり始めたのは 2012 年からであり、まだ 2 年も経っていない。需給の堅調さを背景として、ユーロが安全通貨²の地位を固め、それを理由に急騰するような局面が来るにせよ、大分先のことになるだろう。「リスク回避の

円買い」という言葉が完全に市民権を得たのは 2007 年のサブプライムショック以降であり、日本の経常黒字が常態化してからである。今後、ユーロ圏が巨大な経常黒字と共に対外純資産を積み上げていけば、ユーロ相場が急騰するような場面は十分想像し得る。

また、2 つ目の理由にしても、今の段階で結論を出すのは危険である。日本の製造業の賃金が下落し始めたのは 1997 年からであり、バブル崩壊(日経平均株価のピークアウトした 1989 年 12 月と仮定)から 8 年後の話であった。欧米のバブル崩壊をパリバショックのあった 2007 年 8 月と仮定すれば、今はまだ 7 年弱しか経過していない。そのくらいの時期であれば日本の賃金もまだかろうじて伸びが確保されていた(図)。もちろん、だからと言って、ユーロ圏が日本の

跡を辿るはずだと断言するつもりもないが、「現段階でそうならないから、そうならないはずだ」というのは論理の飛躍がある。日本の経験が示すことは一旦下げに転じた賃金は上方への硬直性が根強く残るということであり、それがデフレの傷を深くしたということである。



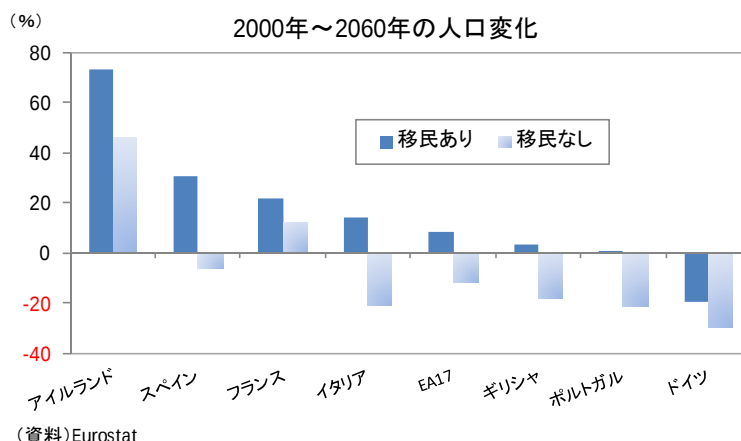
² 安全通貨としてのユーロに関しては本欄 2014 年 2 月 6 日号『「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～』をご参照下さい。

～ドイツの人口減少はユーロ圏最速～

なお、ドンブレト理事は日本化に係る部分において以下のようなことも述べており、人口減少についてはドイツにとっても試練であることを認めている：

- 日本の“失われた 10 年”という概念は広い視野を持って見られるべきである。日本の弱い成長は、1990 年代半ばから労働力人口が減少するという人口動態の変化から、部分的には自然な結果と言える。なお、それは、数年後のドイツを待ち受ける経済政策の試練である。

人口減少は(米国以外の)先進国の宿命のようなものだが、ドイツの人口減少スピードは「移民あり」・「移民なし」のどちらのシナリオに立っても、ユーロ圏の中で群を抜いて早い。日本のデフレの真因を人口減に求める説が後を絶たない中であって、これはドイツにとっては非常に都合の悪い事実と言わざるを得ない。人口が減少すれば内需減退の結果、外需へ目が向くようになり、貿易黒字(経常黒字)の積



み上げに走る。それは通貨安志向の強まりを後押しするものであり、どこかで外国、とりわけ米国との経済外交で軋轢が生まれる。全て日本が経験してきた展開である。そう考えると、昨年 10 月の「為替政策報告書」でドイツが名指しで批判されたのは、その序章なのかもしれない。

以 上

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見えるユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のポラリティティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か?
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか?～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石?～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ?
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由