

みずほマーケット・トピック(2014 年 2 月 20 日)

相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～

ユーロ圏高官から通貨高を牽制する発言が散見されており、域内の政治的関心が高まっているムードを感じる。ユーロ圏財務相会合を束ねるダイセルブルーム議長までもが通貨高牽制を打ち込んでくるあたりに、通貨高と物価安に怯える日本化懸念を禁じ得ない。既にユーロ高とユーロ圏消費者物価指数(HICP)の相関は公然と言及される論点であり、物価安定の御旗の下、追加緩和が選択され得る状況。ユーロ相場は名目実効ベースで見れば、長期平均から大きく乖離しているわけではないが、フランスやイタリアにおいては金融危機後も国内の物価・賃金の調整が進んでいない。通貨高牽制はそうした高コスト構造が温存される代償として生まれているという文脈で理解すべき。フランスやイタリアの 2 か国だけは、単位労働コストがユーロ圏全体を上回る伸びとなっている。悩ましいのは、効率化を進めることは日本化への歩みを早めることにもなるということ。

～ユーロ圏高官より相次ぐユーロ高牽制発言～

1 月末以降、ユーロ相場は騰勢を強めており、昨日も対ドルで 1.3773、対円で 140.90 円まで値を上げる展開が見られている。この間、ユーロ圏高官からは通貨高を牽制する発言も散見され始めており、域内の政治的関心が高まっている様子が見て取れる。以下、目立ったものを引用しておく：

- オランダ仏大統領「(ユーロ圏の活気のない状況を考えればユーロは)特に高い」(1 月 17 日、ブルームバーグ)
- モントブール生産力再建相「ECB はユーロが過度に上昇することを容認すべきでない」(1 月 19 日、ブルームバーグ)
- クノット蘭中銀総裁「現在、ユーロ高が低インフレを促進している。(中略)一部の輸出国にとってユーロ高が問題になり得ることは明らか」(1 月 25 日、ブルームバーグ)
- ノワイエ仏中銀総裁「ユーロ相場のいかなる上昇も当中銀(ECB)の物価安定目標に反することになり、マイナスの要素となるだろう」(1 月 29 日、ブルームバーグ)
- モントブール生産力再建相「ユーロ圏の政治家に過大評価されているユーロの下落に向け“闘って”もらいたい」(2 月 10 日、ウォールストリートジャーナル)
- ノワイエ仏中銀総裁「(ユーロ圏経済の回復が米国に遅れをとっていることを踏まえると、現在のユーロ高は)大変興味深い状況にある。エコノミストはドルが上昇し、ユーロが若干下落することが理にかなっているとの見方を示している」(2 月 13 日、ロイター)
- ダイセルブルーム・ユーログループ議長「ユーロは引き続き強い。強すぎるという声もある」(2 月 18 日、ロイター)

ユーロ圏財務相会合を束ねるダイセルブルーム議長までもがあからさまに通貨高牽制を打ち込ん

でくるあたりに、通貨高と物価安に怯える日本化懸念を禁じ得ない。ユーロ/ドル相場で言えば、過去1年で3%弱上昇しており、これはG10通貨の対ドルスポットリターンでは英ポンド、スイスフランに次ぐパフォーマンスである。昨年夏に、成長率がマイナス圏を脱したばかりであり、失業率も依然として過去最悪圏にあるという状況を踏まえれば、「不当に高い」と嘆く気持ちも分からなくはない。市場の注目はこうした政治的な通貨高懸念がどのタイミングでECB理事会に持ち込まれるかである。上述したノイエ総裁やクノット総裁の発言に現れるように、既にユーロ高とユーロ圏消費者物価指数(HICP)の相関は公然と言及される論点であり、物価安定の御旗の下、追加緩和が選択され得る状況と考えられる。

～名目実効ベースでは長期平均並み～

しかし、前頁で2番目に引用しているクノット総裁は以下のようなことも述べている：

- ユーロ高に関するコメントの大半はユーロ・ドル相場についてのものだ。ユーロ導入以降の全期間の名目実効為替レートないし実質実効為替レートを見れば、現在の水準は1999年以降の平均からそれほど大きく離れていない。その意味で、ユーロ高を誇張すべきではない。

図は名目実効ユーロ相場(主要貿易相手国20か国ベース)の推移と1999年以降の長期平均線を示したものである。現水準は長期平均から約3.5%上方乖離した状況であり、クノット総裁の言うように大きく離れているとは言えない。

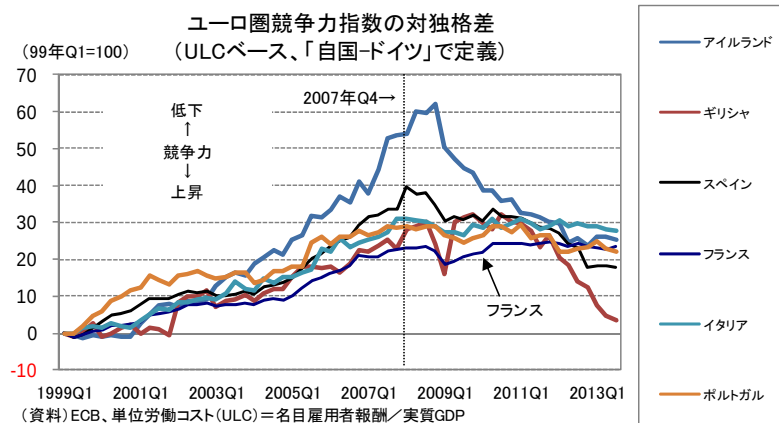


まして最近のデシインフレ傾向を踏まえるならば実質実効ベースでのユーロ相場はもっと安くなっていることになる。だが、図(小さい方)に示したように、昨年5月以降はほぼ右肩上がりとなっており、脆弱な成長が続く一部のユーロ圏には耐え難いものになっていると推測される。2009～2011年に超円高が問題となった際、名目実効ベースでもかなりの円高が進んでいたことを思えば、ユーロ圏が現状程度の通貨高で是正を求めるのは尚早に思える。だが、後述するように、域内には国内の価格調整(具体的には賃金下落)が進展していない国も残されていることもあり、国によっては現状の水準でも相当な通貨高と映っている可能性はある。

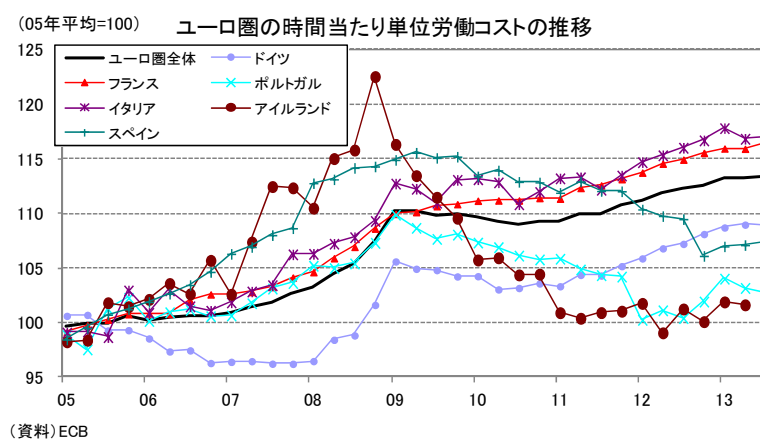
～通貨高牽制は高コスト温存の代償～

前頁における牽制発言を振り返ってみると、オランド、モントブール、ノイエとフランスの要人発言が目立つ。結局、ユーロ高で最も困っているのはフランスのようにも思えてくる。

右図はユーロ圏各国の競争力指数(単位労働コスト(ULC)ベース、※実質実効レートとみなせる)に関し、対ドイツとの格差推移を見たものである。ギリシャやスペイン、アイルランドといった被支援国の競争力は目に見えて改善しているものの、フランスやイタリアにおいては危機前から殆ど改善が見られていない。債務危機は多くの南欧諸国にコスト改善を促したが、この2か国だけは未だに危機前の体質が温存されているのである。



具体的には単位労働コスト(ULC)、要するに人件費の十分な調整が進んでいないことを意味しており、実際、フランスとイタリアの時間当たりULCは主要国で唯一ユーロ圏全体の伸びを上回っている(図)。この背景にはそれらの国における賃金交渉メカニズムの硬直性などが効いていそうだが、要因はさておき、少なくとも金融危機後にドイツと似たような角度でULCが加速していることに違和感は覚えざるを得ない。通貨高率制はこうした高コスト構造の温存の代償として生まれているのだと思われる。



いずれにせよ、金融政策が共通化され、為替水準は容易に調整できないユーロ圏加盟国の特性を考えると、対外的な競争力は国内賃金及び一般物価で調整するより他ない。国内政治が労働市場を含めた各種改革を進めることができない限り、この2か国はいつまでもコア国の問題児として域内に取り残されることになる。悩ましいのは、そうして改革を進めて国内の効率化を進めれば進めるほど、日本化への歩みを早めることになるという点だろう。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
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、そして国債ウェ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	低下する円相場のボラティリティとユーロ/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カーブ効果を諦める時なのか?
2013年10月21日	勢いつく「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