

みずほマーケット・トピック(2014年6月23日)

ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～

ユーロ圏の対外収支は順調に回復しており、かつてのお荷物であった PIIGS5 各国も恒常的に貿易黒字を積み上げている。但し、ユーロ圏で貿易黒字(ひいては経常黒字)が積み上がっているのは不況により域内需要が縮小し、輸出以上に輸入が減ったことが大きく、経済の縮小均衡を思わせる。通常、債務危機に陥った国の対外収支は①内需縮小による輸入減少と②通貨下落による輸出加速の両面から改善することが想定されるが、現実にユーロ圏で起きていることは①だけ。共通通貨という特殊事情が災いした結果だが、「輸出回復なき黒字確保」では实体经济が「生産増→所得増→消費増」の恩恵に与れず、むしろ通貨高がデフレーション傾向を強める恐れも。

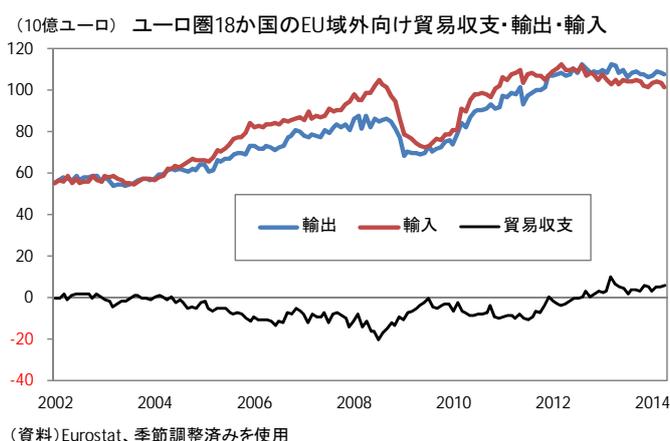
～「フランクフルト連銀」的な政策運営～

先週のドル/円相場の高値は 102.38 円、安値は 101.72 円とわずか 70 銭弱のレンジに収まった。今年も半分が終わろうとしているが、現状のところ、年初来でも 5 円弱しか動いておらず、このままいけば変動相場移行後の最小値幅を更新することになる。また、ユーロに関しては、FRB の引き締め観測が後退すればユーロ買いが生じやすいという中であって、今後は「米経済指標の軟化→FRB のハト派傾斜→米金利低下→ドル売り→ユーロ高→ECB 緩和観測」という流れを注視したい。かつての日銀が米経済指標睨みでの政策運営を迫られたことに関し「東京連銀」などと揶揄する声もあったが、今後は ECB が「フランクフルト連銀」的な政策運営を迫られる可能性は高い。

～域内経済の縮小均衡を予感させる貿易収支～

ところで先週 20 日(金)にはユーロ圏 4 月国際収支が公表されている。ユーロ圏の経常収支(季節調整済)は 215 億ユーロと前月の 196 億ユーロから拡大した。過去 12 か月累積で見れば 2487 億ユーロとなり、ユーロ圏の対 GDP 比では 2.6%となる。これは昨年 4 月時点の 12 か月累積(1777 億ユーロで 1.9%)からの拡大であり、「需給面ではユーロ高」との主張を裏付ける動きとなっている。また、為替市場への影響という点に関して

は、アウトライト取引が多い貿易収支も注目だが、これは 13 日(金)に 4 月貿易収支が公表されている(図)。EU 域外との貿易収支に関し、ユーロ圏の数字を見ると、4 月の貿易黒字は 61 億ユーロと

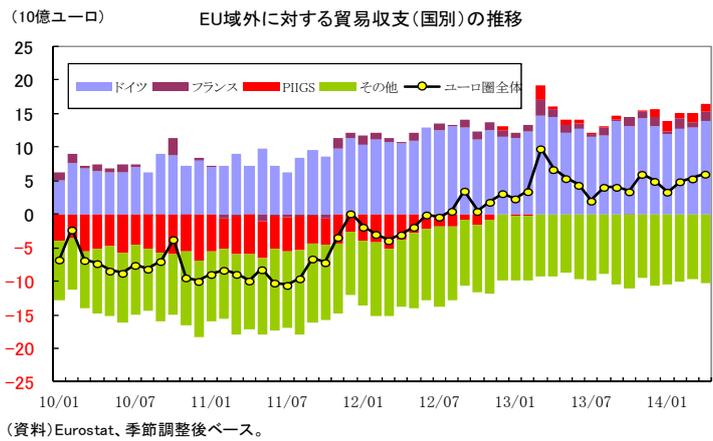


1 ユーロスタットにユーロ圏 18 か国域外を対象とするデータの時系列がないため、EU28 か国域外への貿易を対象に試算した。それゆえ文中におけるユーロ圏 18 か国のデータには「EU 加盟国だがユーロ非加盟国」への貿易が含まれている。

3月の54億ユーロから拡大した。経常収支と同様に、過去12か月累積で見ると、今年4月では610億ユーロと昨年4月時点の268億ユーロから大幅拡大している。但し、この背景には注意が必要である。輸出入に分けて見ると、輸出が1兆4271億ユーロから1兆4088億ユーロへ▲183億ユーロ減少したのに対し、輸入が1兆4003億ユーロから1兆3478億ユーロへ▲525億ユーロとさらに大きく減少しており、この結果、342億ユーロの黒字拡大(268億ユーロ→610億ユーロ)に寄与したことが分かる。要するに、景気低迷により域内需要が縮小し、輸出以上に輸入が減ったことで黒字が確保されたのであり、域内経済の縮小均衡を思わせる。

～発動しない通貨安による調整経路～

貿易収支を国別にみたものが右図である。ドイツは元より、かつての問題児であったPIIGSも2012年半ば以降、恒常的な黒字になっている。上述と同様に、PIIGSの貿易黒字を過去12か月累積で見ると83億ユーロの黒字となっている。これはフランスの128億ユーロと比べれば小さいが、年初来(1～4月)の累積に限ればフランスの43億ユーロに対し、PIIGSは45億ユーロとやや上回っている。債務危機から5年が経過し、もはや南欧諸国の対外収支は危機的状況から完全に脱したと言って良いだろう。ただ、上述したように、PIIGSの赤字縮小・黒字転化はあくまで不況による内需縮小に起因しており、「不況→通貨安→輸出加速」という経路を辿ったわけではない。債務危機に陥った国の対外収支は①内需縮小による輸入減少と②通貨下落による輸出加速の両面から改善することが想定されるが、



現実にユーロ圏で起きていることは①だけであり、②は起きていないのが現状と思われる。

正確には、「起きていない」というよりも構造的な問題より「起きない」と言った方が正しい。本欄で執拗に言及している点だが、通貨ユーロがどんなに強くなろうとも「ドイツの輸出を減速させるのに十分なほどの強さ」にはならない。ということは、ドイツの輸出は減速せず、ユーロ圏の貿易黒字ひいては経常黒字は積み上がり続ける。結果、需給面から通貨は支えられ、②の経路は発動しなくなる。だが、輸出回復なき黒字確保では实体经济が「生産増→所得増→消費増」の恩恵に与れず、域内のデフインフレ圧力を軽減するどころか、通貨高を介して事態を悪化させる可能性もある。この状況を打開する手段は財政出動により内需拡大を図り、輸入増加と共に黒字を減らすことだが、ドイツがそうした政策運営に協力的ではないことは周知の通りである。

以上

国際為替部
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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百言あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ)。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
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	円安と株高の出目は違う～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～CPビークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～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(ユーロ圏無担保即日平均金利)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～外銀本支店動向は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