

みずほマーケット・トピック(2015 年 2 月 3 日)

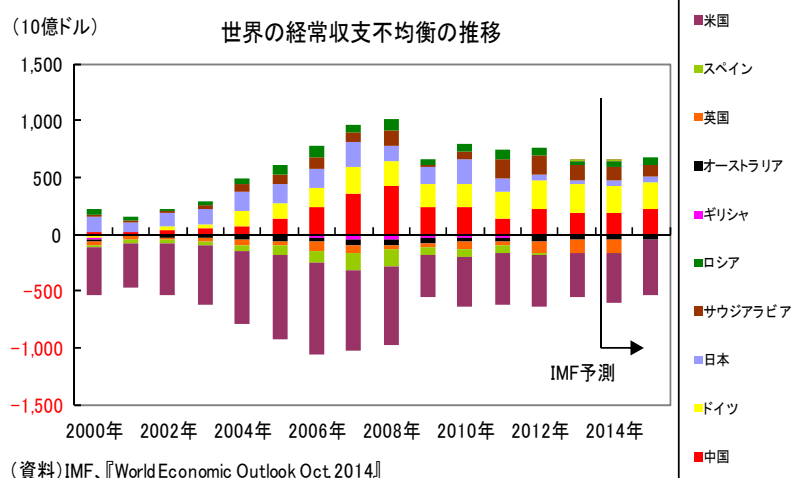
独走するドイツの経常黒字が意味するもの

独 IFO 経済研究所は 2014 年のドイツ経常黒字が 2200 億ユーロと過去最高となる見通しを発表した。この黒字額は同国 GDP の 7%に相当するが、2015 年には 8%まで上昇する見通し。米国の経常赤字がグローバルインバランスに繋がり、各地でバブルをもたらしっていると批判されていた 2005～06 年でも米国の経常赤字は GDP 比▲6%弱だったことを踏まえれば、GDP 比+8%規模のドイツの経常黒字が如何に異様な大きさなのかが分かる。あれから 10 年が経過し、多くの国々では経常収支の調整が進んだが、ドイツひいてはユーロ圏全体に関しては黒字幅の拡大が目立ち、今や中国よりもグローバルインバランス拡大の主犯。筆者は欧米貿易摩擦が問題になってくる可能性に警鐘を鳴らしてきたが、ドル高が米企業決算に悪影響を及ぼし始めている状況下、これほどの黒字を出しながら通貨安路線をひた走る欧州を米国がいつまでも看過するとは思えず。

～14 年ドイツ経常黒字は過去最大に～

昨日、独 IFO 経済研究所はドイツの 2014 年経常黒字が 2200 億ユーロとなり、過去最高となる見通しを発表した。この黒字額は同国 GDP の 7%に相当する。サービス収支や所得収支などの項目は前年比マイナスになった模様だが、貿易収支の伸びが経常黒字を押し上げたと分析されている。特に、重要な貿易相手国である米国及び英国において景気が好調なことに加え、

2014 年末にかけての原油安が輸入を押し下げたことが一因として指摘されているが、当然にしてユーロ安が寄与したことも疑いの余地はない。2015 年にかけての見通しに関しては「2015 年も黒字が温存される状況は変わらない。低い原油価格やユーロ圏外の重要な貿易相手国における景気回復を踏まえれば、ドイツの経常黒字は 2400 億ユーロまで増加すると思われる。ユーロ安も輸出を支えることになり、(ドイツから世界への)純資本輸出は GDP の+8%にも達するだろう」と述べられている。ドイツは当面世界最大の経常黒字国として君臨しそうである。



～忍び寄る欧米貿易摩擦～

過去の本欄や外部寄稿そして拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』でも取り上げ、警鐘を鳴らしてきたテーマだが、筆者は遅かれ早かれ欧米貿易摩擦が問題になると考えてきた。2005～06 年頃を思い返せば、米国の経常赤字が世界的な国際収支の不均衡(グローバルインバランス)に繋がっており、各地でバブルをもたらしていると批判されていた。しかしあの頃ですら、米国の経常赤字は GDP 比▲6%弱だったことを踏まえれば、GDP 比+8%規模のドイツの経常黒字が如何に異様な大きさなのかが分かるだろう(以下、2014 年の IMF 秋季世界経済見通しの数字を使用)。

あれから約 10 年が経過し、不均衡を抱えていた国の経常収支は軒並み調整が進んでおり、例えば米国の経常赤字は▲5.8%→▲2.5%へ縮小した。そのほかの赤字国で言えば、スペインが▲9.0%→+0.1%へ大幅改善したほか、オーストラリアが▲5.8%→▲3.7%へ、ギリシャが▲

主要国の経常収支とその調整幅(%、対名目 GDP)

	2006年	2014年(※)	調整幅	【参考:金額ベース】 14年見通し(10億ドル)
ユーロ圏	-0.2	2.0	2.1	332.6
ドイツ	6.0	6.2	0.2	237.0
中国	8.3	1.8	-6.5	185.3
サウジアラビア	26.3	15.1	-11.3	117.3
ロシア	9.3	2.7	-6.6	55.9
日本	4.0	1.0	-3.1	45.4
ギリシャ	-11.3	0.7	12.0	1.7
スペイン	-9.0	0.1	9.1	1.4
オーストラリア	-5.8	-3.7	2.1	-54.2
英国	-2.8	-4.2	-1.4	-120.2
米国	-5.8	-2.5	3.3	-430.9

(資料)IMF。※表はIMF見通しに準じるが、ドイツはIFO見通しの場合は7.0%と更に大きい

11.3%→+0.7%へ改善している。敢えて言えば英国が▲2.8%→▲4.2%へ赤字が拡大していることが目につくくらいである。片や、黒字国に関して言えば、中国が+8.3%→+1.8%へ急縮小したことを筆頭に、サウジアラビアが+26.3%→+15.1%へ、ロシアが+9.3%→+2.7%へ、そして日本は+4.0%→+1.0%へ縮小させている。表中の見通しは原油価格急落を完全に織り込めていないため、サウジアラビアなどはより縮小が予想される。この中で唯一ドイツだけが+6.0%→+6.2%(上述するように IFO 試算だと 7.0%)へとむしろ不均衡を拡大させているのはやはり特殊なケースと言わざるを得ず、ユーロ圏全体で見ても▲0.2%→+2.0%へと露骨に黒字が拡大している。もはや GDP 比で見ても、金額で見ても、ユーロ圏は中国よりもグローバルインバランスを拡大させる主犯と見なされても致し方ない状況にある。筆者は、金融危機以前の「ドイツの黒字を南欧の赤字が相殺し、ユーロ圏全体で見れば収支は均衡」という状況を指して「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」と表現しているが、この表現はもはや域内に限らず、世界全体に対して言えるような状況になりつつある。

現状、ロシアや中東に係る地政学リスクを念頭に米国と欧州は明示的に対立しにくい事情がありそうである。しかし、ドル高が米企業決算に悪影響を及ぼし始めている状況下、これだけの経常黒字を出しながら通貨安路線をひた走る欧州を米国がいつまでも看過するとは考え難い。

～均衡財政主義がもたらす欧州の日本化～

巨大な黒字を稼ぎつつもユーロ圏経済が先進国の中で最も出遅れている事実は奇異と言わざるを得ない。その責任の一端はやはりドイツにある。ドイツが経常黒字を稼げている最大の理由の 1 つはファンダメンタルズの強さを真つ当に反映しない「永遠の割安通貨」にあり、稼いだ黒字が何らか

の格好でドイツ以外の国々に分配されることで初めて共通通貨圏が1つの経済圏として機能する道が拓ける。これは本来、ユーロ圏共同債という格好でドイツやフランスの原資を他国が使用できるようなスキームが望ましいが、債務問題がこじれる最中であって結局叶わず仕舞いとなっている。ギリシャで極左政権が誕生し、再び債務の減免ひいては債権者集団たるトロイカの解体まで主張していることを踏まえれば、現時点ではもはや半永久的に棚上げされていると言っても過言ではない。とすれば、昨年12月にユーロ圏財務相会合が決定した3000億ユーロ規模の投資プロジェクトなど、ユーロ圏全体での意思決定を通して極力財政を捻り出していく動きが望まれるが、それすらも欧州投資銀行(EIB)の300億ユーロ原資に対して10倍のレバレッジを企図するというスキームであり、率直なところ、殆ど期待できない¹。もはや安定・成長協定に代表されるユーロ圏に埋め込まれた均衡財政主義を緩和し、周縁国での財政出動を認めるしかないのではないかとすら思われる。

結局、ドイツが財政移転を通して周縁国の傷を癒す道を拒否したことが、周縁国における国内物価・賃金の調整を余儀なくさせ、域内全体のデフインフレーションを醸成した側面は否めない。ユーロがドイツの地力を完全に反映するほど強くはならないのと同様、南欧諸国の地力を完全に反映するほど弱くもならない。幾らユーロ相場が下がったとはいえ、ギリシャやポルトガルにとって心地の良い水準はまださらに下値という可能性もある。

教条主義的に均衡財政に拘るドイツのスタンスが変わらなければ、ユーロ圏はドイツの経常黒字蓄積に葛藤を覚えつつ日本化傾向を深めていくことになるのではないか。

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。

¹ 2011年、債務危機の收拾を狙ったユーロ圏財務相会合は欧州金融安定ファシリティ(EFSF)の総枠4400億ユーロをレバレッジ化することで1兆ユーロへ拡大することを表明したが、結局実現しないまま終わった。

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
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版