

みずほマーケット・トピック(2016 年 5 月 11 日)

伊勢志摩合意に必要なドイツの説得

安倍首相は今月 26～27 日に控えた主要国首脳会議(伊勢志摩サミット)に向け、欧州外遊を行い、各国首脳との会談を終えた。既に報じられているように、国際的な財政協調に向けた合意形成が念頭にあるが、一部の国々とは足並みが揃っていない。特に、筋論に照らせば最も積極的な財政出動が期待されるドイツが態度を硬化させている。だが、ドイツの貯蓄・投資(IS)バランスの現状は率直に言って異様であり、国内経済部門における消費・投資行動は是が非でも必要と考えられる。ドイツは他国にも自国同様の振る舞いを求める傾向が強いが、あくまで「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」である。ユーロ圏内外の「ドイツ以外の国々」がドイツと同じ IS バランス(≡巨大な経常黒字)を目指した場合、行きつくところは外需を貪り合う通貨戦争しかない。伊勢志摩サミットはこの点をドイツに理解させる重要な節目になり得る機会。

～想定通りのポジション調整～

昨日の為替相場ではドルが上昇する展開で、対円では 109.35 円と 2 週間ぶりの高値をつけている。常々本欄でも論じるように、現状の偏った投機的な円ロングポジションが解消されない限り一段の円高進行は難しく、4～6 月期のドル/円相場はどちらかと言えば上方リスクが大きい。5 月 2 日発行『中期為替相場見通し』では 113 円までの上昇を想定しており、まだこの流れは続きそうである。しかし、これが基調になるとは思えず、ポジション調整の後、再び円高が進行すると予想したい。

～伊勢志摩合意に向けて～

ところで安倍首相は先週、今月 26～27 日に控えた主要国首脳会議(伊勢志摩サミット)に向け、欧州外遊を行い、各国首脳との会談を終えた。既に報じられているように、世界経済の停滞に対し機動的な財政出動を手当てするという国際合意を形成すべく、その地均しを行うことに主眼が置かれた。しかし、一部の国々(具体的にはドイツと英国)とは足並みが揃わず、引き続き調整が続けられている模様である。安倍首相が「主要 7 か国(G7)には機動的な財政出動が求められている。サミットで一段と強いメッセージを出したい(5 月 7 日、日経新聞、以下特に明記しない限り同様)」と述べているように、来たるべき伊勢志摩合意においては G7 による財政出動に関し、はっきりとした意思表示が希求されている。理論的に想定されていた名目金利の非負制約が破られ、結果として導入されたマイナス金利はその副作用が多く語られるようになっている以上、財政出動に期待が掛かるのは必然であり、安倍首相の認識は適切なものだろう。また、2 月の上海で行われた 20 か国・地域財務相・中央銀行総裁会議(上海 G20)が財政出動の必要性を強調した以上、こうした流れを追求するのはやはり自然である。金融緩和と財政出動のポリシーミックスがヘリコプターマネーとの連想を招きやすくなっている現状は気掛かりだが、今後金融政策だけで劇的に状況が改善するようにはとても見えない。後述する IS バランスの議論からもそれは明らかだろう。

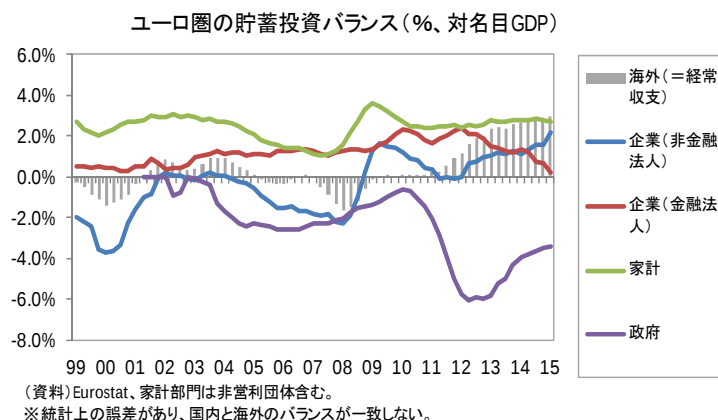
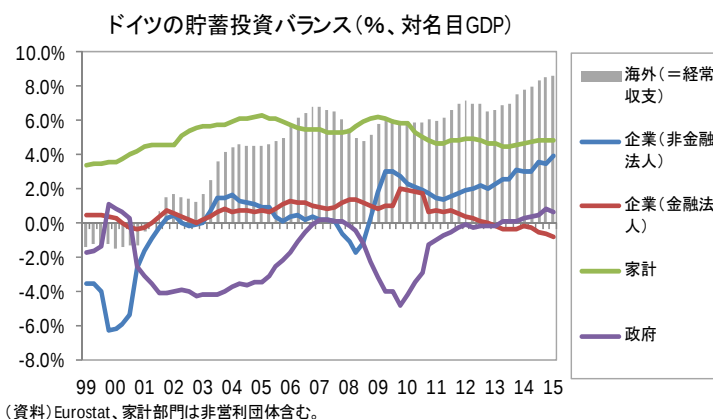
～最大の難所ドイツを攻略できるか～

国際的な財政協調を目指す伊勢志摩合意を取り付けるにあたって、一番の難所は周知の通り、ドイツとなる。報道によれば、先週 4 日に行われた日独首脳会談で、メルケル独首相は「私は決して（財政出動の）フロントランナーではない」と述べた上で、「構造改革、金融政策、財政出動の 3 つを一緒にやっていかなければならない」と財政出動への注力に関し、言質を与えていない。こうした財政出動へのけん制姿勢はキャメロン英首相が「それぞれの国の事情を反映しよう」と述べたことにも表れるが、後述するようなドイツ経済の置かれた現状や歴史的な経緯を踏まえれば、その健全財政への固執には強い違和感を覚えざるを得ない。

上海 G20 では財政出動を求める声明文が採択されたが、これにドイツが合意した背景も決して同国が財政出動の意義を認めたわけではなく、「難民関連支出によってドイツは結果的には財政出動している」という理屈が持ち出された模様である。とはいえ、ショイブレ独財務相は難民関連支出を踏まえても、「今年（※2015 年）見込まれる黒字により、2016 年は新たな借り入れを行わずに済むと現時点で予想される（2015 年 11 月 6 日、ロイター）」と述べていた経緯があり、結果的に大した支出にならなそうなことは見えている。難民の流入増加ペースが予想を超えるということはあろうが、それでもドイツの政府財政が概ね均衡した状態で運営される状況に変わりはないのであろう。伊勢志摩合意でも「移民対策は財政出動」とのロジックを持ち出して、ドイツが積極財政を拒否する公算は大きいように思えてならない。「政策総動員」という言葉を使うことでメルケル首相の合意を取り付け、財政出動だけに照準が当たらないよう合意が軟着陸するのではないかな。しかし、それでは金融市場、ひいては世界経済を取り巻く不透明感を払しょくするには至らないだろう。

～ドイツの IS バランスは異様～

少なくとも昨年末時点の貯蓄・投資 (IS) バランスを見る限り、やはりドイツ経済の置かれた状況は率直に異様と言わざるを得ない。図を一瞥しても分かる通り、ドイツの国内部門は基本的に貯蓄過剰であり、海外部門は圧倒的な貯蓄不足（≡経常黒字）となっている。これは言い換えれば、国内需要の圧倒的乏しさを海外需要で埋め合わせることで経済を支えている状況である（図・上）。実際、ドイツだけではなくユーロ圏主要国の多くは企業・家計の両部門が貯蓄過剰に陥っており、これが域内全体の構図ともなっているが（図・下）、ドイツ以外の国々では政府の消費・投資でこれを埋め合わせる必要性を認め始めている。上述の安倍首相外遊においても、フランスやイタリアと

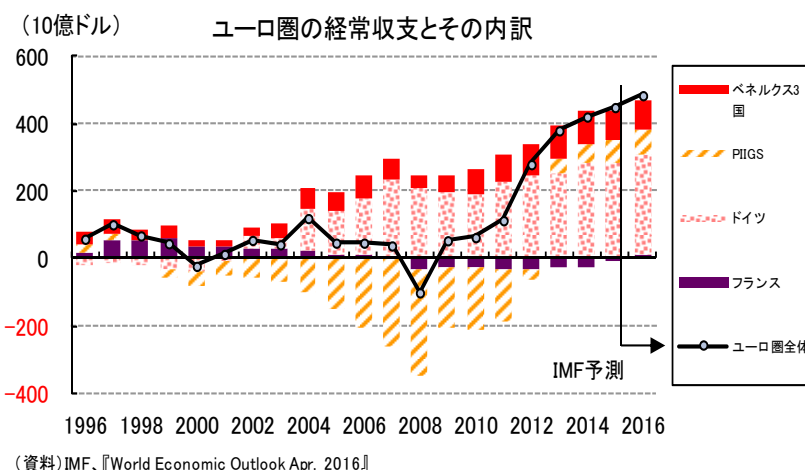


いった国々は財政出動に賛意を示しており、ドイツの主張とは距離がある。自国の貯蓄に手をつけることなく、外需だけで景気押し上げを図ろうとするドイツの行為はこれまでもユーロ圏内でしばしば問題になってきたが、いよいよ国際経済外交の舞台でも主要論点に持ち上がってきた格好であり、着実に問題は大きくなっている。言い換えれば、身内であるフランスやイタリアが幾ら諭しても埒が明かないので、米国や日本といった部外者が説得にかかっているのであり、これを固辞し続けているのが現状と見受けられる。

～「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」～

ドイツがこれほどの外需を取り込んでいる背景の 1 つに周縁国の弱さを映じて安くなった通貨ユーロの存在があることはもはや多くの説明を要さない。本欄や拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』では、このドイツにまつわる「永遠の割安通貨」問題が必ず欧米貿易摩擦に発展すると警戒してきたが¹、先般の為替政策報告書でドイツが「監視リスト」へ含まれたことで、やはりその時がやってきたとの思いを禁じ得ない(同時に、何故日本がこうした国と同一グループなのかは理解に苦しむ)。

重要なことは、こうした「永遠の割安通貨」問題に関し、ドイツが問題とは思わず、全て実力であるかのように誤認している恐れがあることである。ドイツは他のユーロ圏加盟国にも自国同様の振舞いを求める傾向が強いが、あくまで「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」である。2000 年代前半、「欧州の病人(Sick Man of Europe)」とまで揶揄されたドイツが復活した背景



としてシュレーダー元首相による労働規制改革が有名だが、それだけではない。1999 年に導入された「永遠の割安通貨」たるユーロ、そしてユーロフォリアのムードが醸成した周縁国のバブルとそれに伴う旺盛な内需が、ドイツの域内向け輸出拡大を実現したのである。これが後のユーロ圏の経常収支不均衡として2007～08年にピークを迎え(図)、欧州債務危機へと繋がっていくのである。こうした経緯を踏まえれば、やはり今のドイツの姿勢は無責任な側面があろう。筋論から言えば、今度はドイツが潤った財源を用いて自国内需を刺激し、域内経済の浮揚に寄与することが期待されるのであり、そこで初めて共通通貨圏として完結するのではないか。文字通り、支え合いである。

ユーロ圏内外の「ドイツ以外の国々」がドイツと同じ IS バランス(≡巨大な経常黒字)を目指した場合、行きつくところは外需を貪り合う通貨戦争しかない。伊勢志摩サミットはこの点をドイツに理解させる重要な節目になり得るものであり、その成功が世界経済の安定に資すると期待される。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト

¹ その他、2014 年 5 月 15 日配信のロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』などもご参照下さい。

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
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高・金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ纏る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補充措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!にならなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～