

みずほマーケット・トピック(2017年5月8日)

フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～

7日に実施されたフランス大統領選の決選投票は中道系独立候補のマクロン元経済産業デジタル相が極右候補のルペン国民戦線(FN)党首を破って勝利した。こうした結果は金融市場にとってベストシナリオだが、マクロン氏がオランド2世と揶揄されることなどにも現れるように、マクロンシナリオはあくまで現状維持である。若年失業率の高止まりやこれに付随する成長率の停滞など、フランスが抱える根深い諸問題が解決に向かうとまで期待する向きは今のところ多くない。ユーロ圏の競争力指数や経常収支そしてデフレギャップなどを見る限り、フランスの置かれた現状は相当に苦しい。マクロン新大統領はこうした状況を打開し、オランド2世ではないことを証明していかなければならない。さもなければ、5年後に再びルペン(もしくはルペン的な)候補者との対決に陥り、今回とは比較にならないほどの苦戦を強いられることになるだろう。

～円安進行も見通しは不変～

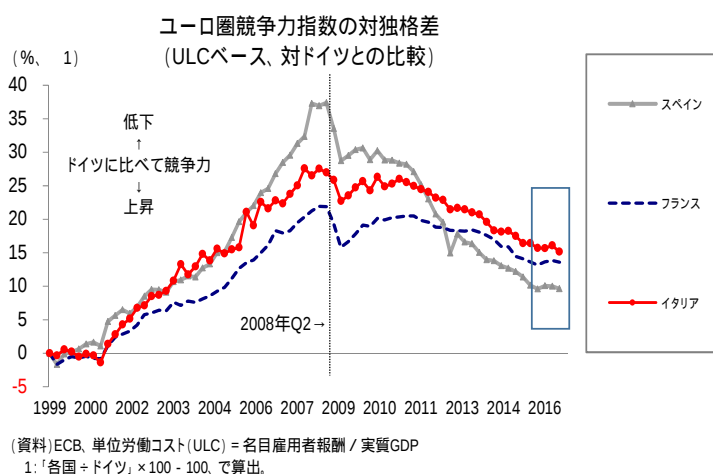
7日に実施されたフランス大統領選の決選投票は中道系独立候補のマクロン元経済産業デジタル相が極右候補のルペン国民戦線(FN)党首を破って勝利した。二大政党に属さない大統領であること、そして30代という若さであること、ともに史上初の結果である。事前に指摘されていた通り、親EU路線が堅持されるマクロンシナリオは金融市場にとって最良の結果であり、為替市場ではユーロ/ドルが一時1.10の大台を超える動きが見られている。その裏側でドル相場が軟化しつつも、円売りの勢いはさらに強いものとなっており、ドル/円相場は一時113円台まで上昇している。先週5日に公表された米4月雇用統計が予想を上回る結果となったことで米6月利上げへの思惑が強まったこともドル/円を押し上げていそうである。だが、本欄の見通しを修正するほどの必要は感じてはいない(『中期為替相場見通し』における4～6月期のレンジ上限は114円である)。

～マクロンでも続くフランスの苦境～

反EUの連鎖がとりあえず堰き止められたことでユーロ買い優勢となるのは自然な反応である。ここでルペンシナリオに転んだ場合、EUが不可逆なダメージを受けることは必至だった。フランスのEU離脱は諸々の深刻な影響が想定されるが、なによりEU年間予算の2割弱を同国が拠出している以上、これが抜ければ物理的にEUの運営自体が行き詰まる可能性が出てくる。文字通り、「EUの底割れ」であり、これを回避したこと自体は歓迎されるべきものである。だが、マクロン氏がオランド2世と揶揄されることなどにも現れるように、マクロンシナリオはあくまで現状維持と同義に見られている。若年失業率の高止まりやこれに付随する成長率の停滞など、フランスが抱える根深い諸問題が解決に向かうとまで期待する向きは今のところ多くない。EUや単一通貨ユーロという試みが巧くいっていないからこそルペン氏がここまで善戦出来たという経緯を忘れてはならない。マクロ

ン大統領が現状を開き出せないことを見越して、ルペン氏を有力な次期大統領候補と評する論調は既にある。マクロン大統領の失脚はそのままルペンリスクの再浮上に繋がるだろう。

過去の本欄でも議論したように、EUにおいて独仏2大国という言葉は殆ど見聞きしなくなった。2大国と形容するにはあまりにも彼我の差が拡大してしまったからであり、フランスは今やイタリアやスペインと比較されるような状況に陥っている。ユーロ圏の競争力指数(実質実効為替相場、以下 REER、図)について対ドイツとの格差を見ると、2011年頃を境として急激に縮小してきたが、2015年末頃からはその傾向も止

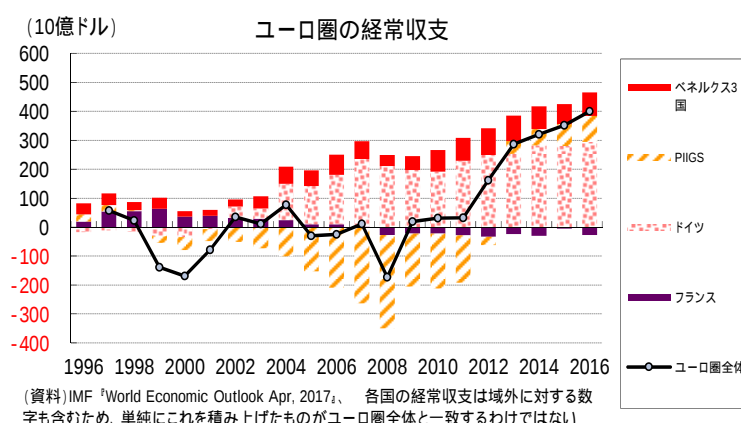


まっている。ドイツとの競争力格差が拡大し始めたのが2000年前後だったことを思えば、その時代の状況には当面回帰できそうにない。金融バブルとその破裂、それに連なる債務危機を経て発生したドイツとそれ以外の加盟国の格差は消えない傷跡となりそうである。

「国の大小にかかわらず平等を確保できる」ということが欧州統合の理念だったことを思えば、こうしてドイツとフランスの間にすら優劣関係が明らかになってきている現状はかなり重い事実であり、これが第二、第三のルペンを生む土壌になる。こうした状況をもたらした要因の1つが多くの加盟国にとっては「強過ぎるユーロ」であり、唯一これを「弱過ぎるユーロ」として扱えるドイツの挙動がユーロ圏ひいてはEUの命運を左右する状況は相変わらず変わりそうにない。

～劣後が際立つフランスの経常収支～

上述したような対外競争力の優劣は直接的には経常収支の格差に現れやすい。この点、フランスの劣後は際立っている。周知の通り、今やユーロ圏は世界最大の経常黒字圏であり、その大宗をドイツが稼ぐが、これに加えて問題児であった PIIGS(ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン)でも大幅な経常黒字が定着している。GDP比で評価した場合、2016年のド



イツは+8.6%、ユーロ圏全体でも+3.4%に達している。中国が+2.4%であることから、経済規模対比で見た場合、グローバルインバランスの相当部分はユーロ圏、特にドイツに起因する部分が大いと言える。なお、金融バブルが絶頂を迎えていた2006～07年、経常赤字の膨張を理由にドル相場の暴落を説く言説も流布していたが、その頃の米国でも▲6%弱であったことを思えば、ドイツの抱える不均衡はかなり深刻なレベルに達していると考えられる。

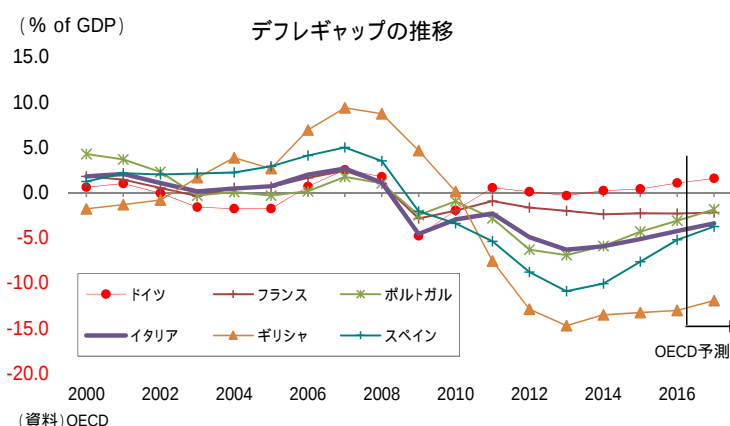
しかし、域内全体がそうした黒字体質に変わりつつある中、主要加盟国で唯一経常赤字を記録するのがフランスであり、ユーロ圏の大国としてやや異質な状況が窺える。もちろん、経常収支は異時点間の資源配分の結果でしかなく、赤字が「悪」を意味するわけではない。とはいえ、既に見たように、欧州債務危機の遠因となった各国にとっての REER 上昇が十分な調整を経ずに放置されている以上、フランスの経常収支も本来は(フランス・フランならば)黒字となっていた可能性もある(フランスの経常赤字定着は 2008 年以降の話である)。また、後述するように、フランス経済の地力は実際に地盤沈下の兆候も見受けられる。

～デフレギャップに見る地盤沈下～

図はユーロ圏 4 大国に関し、OECD の算出するデフレギャップの推移を見たものである。フランス以外の加盟国は程度の差こそあれ、概ね右肩上がりの傾向が見取れ、ドイツに至ってはデフレギャップが解消している。フランスについてこれまで議論した論点と敢えてリンクさせて理解するならば、「高過ぎるユーロ」が競争力を奪った結果、経常赤字は拡大、改善しない失業率に象徴さ

れる冴えない国内経済に繋がっているということだろうか。こうした状況はドイツ以外の加盟国に共通する問題と考えられていたが、フランスだけがデフレギャップの緩やかな拡大(地力の地盤沈下)を経験している以上、相応に由々しき問題として捉えるべきものだろう。

マクロン大統領はこうした状況を打開し、オランド 2 世ではないことを証明していかなければならない。さもなければ、5 年後に再びルペン(もしくはルペン的な)候補者との対決に陥り、今回とは比較にならないほどの苦戦を強いられることになる。



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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベーススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小ミドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信任～)
2017年2月15日	イレレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は回避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)