

みずほマーケット・トピック(2017 年 5 月 23 日)

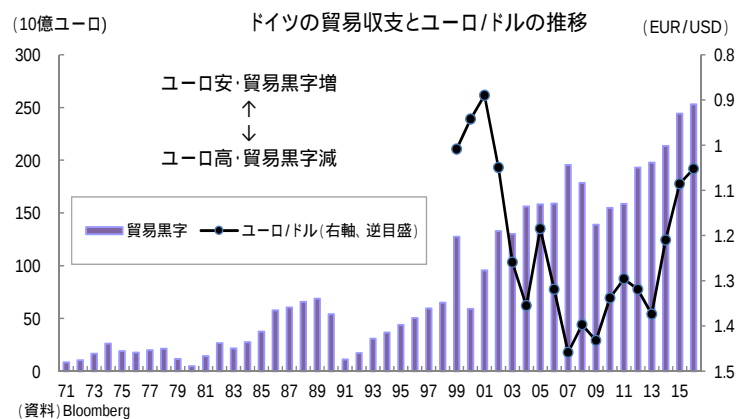
メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～

昨日はメルケル独首相の一連の発言を受けてユーロ相場が上昇している。メルケル首相は今年 2 月にもユーロ安や ECB の緩和政策を批判する発言を行っており、為替相場や貿易収支に対する問題意識は強いものと見受けられる(3 年前の発言対比で見れば、心境の変化は明らかである)。メルケル首相は黒字縮減の一手として「われわれにできるのは国内で投資を増やすことだ」と述べているが、この現状認識は極めて正しい。ドイツ経済の貯蓄・投資(IS)バランスを見ると、家計・企業・政府の国内経済部門全てが貯蓄過剰という異常事態であり、国内の消費・投資不足が極まる状況にある。先進国を見渡してもこうした構図は異形と言わざるを得ず、資源配分が正常に行われているとは言いがたい。だが、メルケル首相の抱くそうした問題意識の先に財政出動の必要性が見据えられているのかどうかは依然不透明。ECB を批判する前に自国の財政政策の在り方を変え、域内経済全体を浮揚させる策を練らなければ、現状打開は難しいだろう。ECB 総裁をドイツ人にしたところで、この問題が万事解決するわけではない。

～メルケル発言を受けて～

昨日の為替相場ではユーロ相場が
続伸する展開。メルケル独首相の「ユーロは弱すぎる。これは ECB の政策が理由だ。これによってドイツ製品が相対的に安くなっている。従って、ドイツ製品はよく売れている」との発言が材料視され、ユーロ/ドルは一時 1.1264 と昨年 11 月 9 日以来の高値をつけている。なお、メルケル首相は 2 月にも「もしドイツ・マルクがまだ通用しているなら、

今のユーロ相場とは異なる評価を受けていただろう」、「私は首相としてそれに対して影響力はゼロだ」などと同様の発言を行い、間接的に ECB への批判を展開した経緯がある(発言は 2017 年 2 月 20 日、ブルームバーグ)。だが、3 年半前のメルケル首相は自国の貿易黒字に対する批判について「ドイツの競争力を人為的に低下させることは誰にもできないし、させない」、「ドイツ企業に減産させたり品質を低下させようとしたりするのはばかげた考えだ」(2013 年 11 月 22 日、ブルームバーグ)などと述べ、積み上がる黒字はあくまでドイツ企業の競争力に起因するものであり、不当なものではないという立場にあった。これらの発言の対比から、過去 3 年でメルケル首相の為替相場および貿易収支に対する認識は相当変わったものと見受けられる。

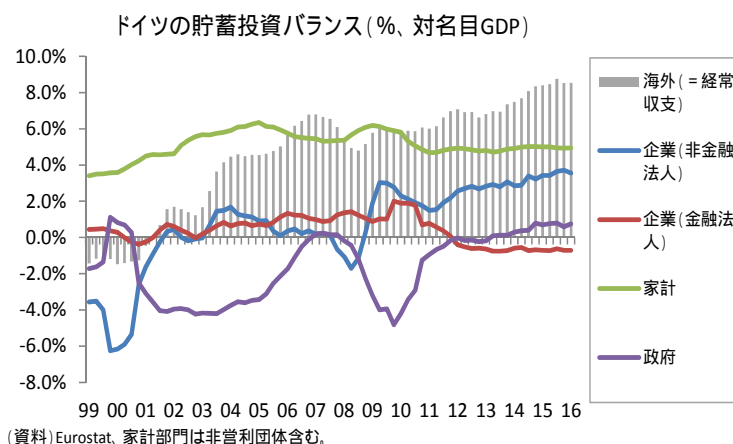


もちろん、発言当時(2013年11月)のユーロ/ドルは1.35付近を推移し、現状対比+20%程度ユーロ高であったので、主張が変化すること自体は不思議ではない。また、貿易黒字自体も過去3年で+30%(2013年:+1977億ユーロ→2016年:+2531億ユーロ)増えており、不均衡への懸念が芽生えるのも自然である。メルケル首相の言う通り、こうした黒字蓄積の背景にユーロ安があった可能性はやはり否定できない(前頁図)。問題は現状をどう打開していくつもりがあるのか、だ。

なお、トランプ政権の通貨・通商政策が先鋭化する中、これを懐柔したいという思惑が働いた可能性もあるかもしれない。実際、昨日の発言を受けてドルインデックスは下落し、トランプ大統領の意に沿う相場展開となっている。だが、漏れ伝わってくるメルケル首相やドイツのイメージに照らせば、「米国に批判されたから政策運営を変える」という展開は考えにくい。そもそも日本、メキシコ、中国に比べてドイツへの言及は相対的に(何故か)少ないものであり、メルケル首相が神経質になるほどの事態にはなっていない。

～異形の IS バランス～

真っ当に考えれば財政出動に踏み込む必要がある。メルケル首相は昨日の発言の中で、黒字縮減の一手として「ではどうしたらよいのか。われわれにできるのは国内で投資を増やすことだ」と述べている。正しい現状認識である。右図はドイツ経済の貯蓄・投資(IS)バランスを見たものだが、家計・企業・政府の国内経済部門全てが貯蓄過剰という異常事態で



あり、国内の消費・投資不足が極まる状況にある。先進国を見渡してもこうした構図は異形と言わざるを得ず、資源配分が正常に行われているとはいいがたい。メルケル首相が問題視するように、今のドイツに必要なものは明らかに国内投資であり、言い換えれば内需の刺激である。

だが、メルケル首相の抱くそうした問題意識の先に財政出動の必要性が見据えられているのかどうかは定かではない。改めて説明するまでも無くドイツの教条主義的な緊縮路線は筋金入りである。昨日報じられた発言の中でも「フォルクスワーゲンではなくルノーを買うよう国民に強制することはできない」などと述べており、あくまで民間部門での調整を念頭に置き、必ずしも政府部門による需要の刺激は想定されていないようにも見える。確かに民間部門の需要拡大は重要だが、内需の刺激を希求しつつ財政黒字を堅持する姿には違和感を覚える。この点、4選を確実にしたメルケル首相が財政運営を大きく変えるつもりがあるのかが注目される。

なお、本来、ドイツにはユーロ圏共同債を通じた域内財政移転の仕組みをけん引する責務がある。一時期盛り上がったものの完全に表舞台から消え去ってしまった構想だが、マクロン・フランス大統領の目玉政策として掲げられており、独仏協調の旗印としてもEUの再結束を促すには格好の機会と言える。ドイツ世論の反対は当然予想されるが、あの難民問題すら乗り越えて国民に支持されるメルケル首相ならば不可能な問題ではないように思える。だが、それもメルケル首相自身が

「財政出動は悪」という思想を抱いているのであれば、画餅に終わってしまう。9月連邦議会選挙後、メルケル首相の財政政策に対する問題意識がどのように変わるかは重要な論点と考えられる。

～事の順番としては財政出動が先～

いずれにせよ、最近の言動を踏まえる限り、メルケル首相の問題意識としてユーロ安、貿易黒字、内需不足が浮かび上がってきているのは間違いない。目先、期待されるのはドイツが財政出動を行うことで域内からの輸入を引き受ける展開である。そうすれば域内経済の浮揚も期待され、ECBの緩和路線も徐々にドイツの望む方向へ調整できる余地が生まれる。今年に入ってからメルケル首相を含むドイツ高官がECB批判を展開する場面が散見されるが、他の加盟国が金融引き締めに耐え得る体力を持たない限り、ECBが明示的に引き締めに動くことは絶対でない。やはりドイツは自国だけではなく、他の加盟国向けの財政出動、端的にはユーロ圏共同債などを通じた財政移転で域内経済を押し上げることも期待される筋合いにある。

一部報道では2019年10月末に任期が切れるドラギECB総裁の後任にメルケル首相を筆頭とするドイツ政府首脳がバイトマン独連銀総裁を推す動きがあるという。だが、緩和を必要とする加盟国が多い以上、ドイツ人が総裁になったところで状況は変わらない。ECB理事会は多数決であり、賛否同数の場合は確かに総裁がキャスティングボートを握るが、現状が続く限り、賛否同数という状況にまで至る可能性は高くない。ユーロ圏全体の経済が成長しない限り、ECBの金融政策を引き締め方向に調整することはできないし、ドイツが抱える「永遠の割安通貨」問題も解消することはない、ひいては巨額の貿易黒字問題も解決しない、と考えるべきだろう。

事の順番として、ECBに金融政策の修正を求める前に、自国の財政政策の在り方を修正することの方が先決である。さもないと、ドイツは永遠にユーロ安と貿易黒字について不平不満を言い続ける羽目になってしまうだろう。

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5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
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～
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～揺る「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～ベアリ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≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真っ当な米利上げ反対論～ブレitbartからカシュカリへ～
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～要警戒の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を前に～
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を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心～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長証言を受けて～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～円高警戒は解かず～
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」は不可避か～
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、為替相場の勘所～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～通貨政策のパロメーターに～)
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)