

みずほマーケット・トピック(2017 年 11 月 28 日)

英仏 GDP 逆転の読み方～格差は広がるか～

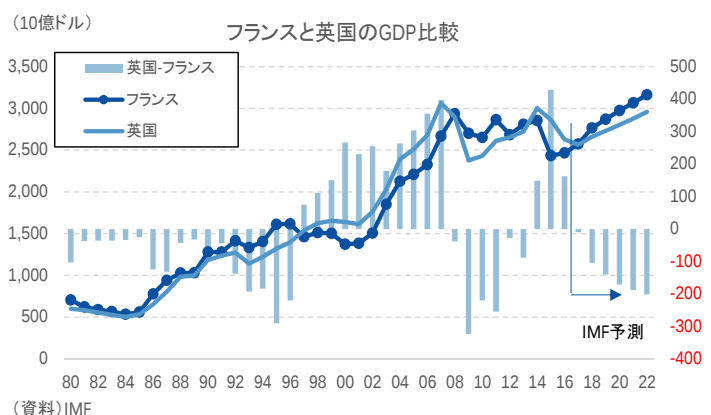
英閣僚の発言に基づき、2017 年における英国とフランスの名目 GDP が逆転することが報じられている。元より両国の格差は僅かなものであり、名目 GDP 逆転はこれまでもあったのでさほど珍しいことではない。背景にはポンド急落によってドル換算が目減りした影響もあるが、むしろポンドの大幅安がもたらす輸入物価ひいては一般物価の上昇が実質ベースでの所得・消費環境を悪化させたことを指摘するのが筋だろう。本来、一国の為替レートが急落すればそれに伴い対内投資も期待されるが、実際には金融機関を中心として英国からの脱出を想起させる報道ばかりが目立っている。震源となったブレグジットの交渉が難航する中、この大小関係が不可逆的なものになっていくのか注目。過去 3 年間に主要国の株価推移を比較してみると、英国は圧倒的に劣後している。なお、フランス自体、EU の「お荷物」のように見られている状況を踏まえると、英国の現状は相応に深刻に思える。頼みの金融業にも苦境が続くそうである。

～大連立でもドイツの苦悩は続くはず～

昨日の為替相場ではドル/円相場で再び 110 円を割り込む動きが見られた。懸案のドイツにおける連立交渉はメルケル独首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)が最大野党である社会民主党(SPD)と大連立を目指すことで同意し、30 日に開催される党首会談に向けて期待が高まっている。これに乗じてユーロは対ドルで 1.1961、対円で 133.24 円まで上昇する一方、ドルは対円で 110.85 円まで軟化している。しかし、楽観はできない。仮に大連立が成立しても総選挙で極右が台頭したせいでメルケル政権が思ったほど勝てなかったという事実は変わりようがない。また、そもそも SPD が大連立を渋っていたのは、そうなれば自らの存在感が埋没してしまうからだっただけである。ということは、政権入り後、SPD がメルケル路線に異を唱える場面は増えるであろうし、他ならぬメルケル首相も SPD に借りを作った以上、受け入れなければならない局面は出てくるのではないか。

～英仏 GDP 逆転について～

ところで欧州では一昨日、ハモンド英財務相が予算案公表に伴う演説の中で同国の経済規模(以下名目 GDP)に関し、2017 年はフランスに抜かれ世界 6 位に転落したことを認めたことが報じられている。元より英国とフランスの名目 GDP の格差は僅かなものであり、1990 年代後半以降は安定的に「英国>フランス」の状況が続いたが、金融危機後は「英国<フランス」という局面

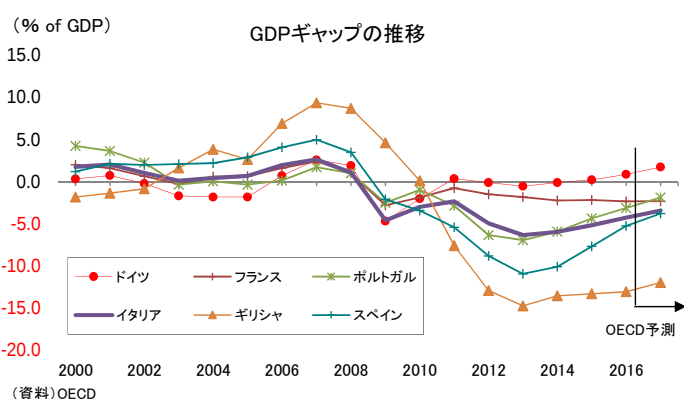
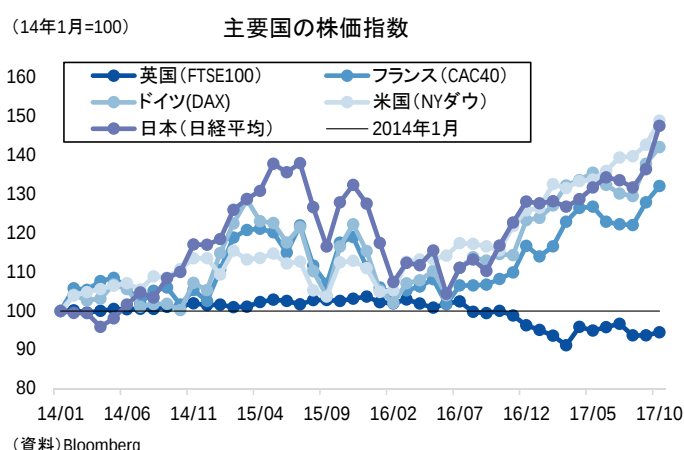


もあり、1980 年から 1990 年半ばを見ても同様の大小関係があった。ゆえに、両国の名目 GDP が逆転したこと自体はさほど珍しい事実ではない。だが、仮に IMF の世界経済見通しが正しいとすれば、今後両国の格差はますます拡大する見通しである(前頁図)。背景としては EU 離脱(ブレグジット)騒動に乗じて英ポンド相場が急落し、ドル建て換算の名目 GDP が縮小したことも響いているが、むしろポンドの大幅安がもたらす輸入物価ひいては一般物価の上昇が実質ベースでの所得・消費環境を悪化させたことを指摘するのが筋だろう。この点、為替変動の影響を除去した購買力平価(PPP)ベースの名目 GDP を見た場合、足許から予測期間いっぱい(～2022 年)にかけて「英国>フランス」の状況が続くが、その差は徐々に詰まっていく見通しが示されており、やはり英国のフランスに対する相対的な地盤沈下が示唆されている。一時的な為替の影響と断じるのは危うい。

本来、一国の為替レートが急落すればそれに伴い対内投資も期待されるが、実際には金融機関を中心として英国からの脱出を想起させる報道ばかりが目立っている。震源となったブレグジットの先行きに関しても、その交渉内容はおろか、これを主導すべきメイ英政権の余命ばかりが取り沙汰されるような状況にあり、積極的に英国へ投資しようとする雰囲気は芽生えようが無い。繰り返しになるが、英国とフランスの名目 GDP が逆転すること自体はそれほど珍しい事実ではないにせよ、この大小関係がもはや不可逆的なものになっていく動きが始まっているのだとすれば、興味深い。

～圧倒的に劣後する英国株～

ポンド相場が底打ちしてこない限り、資本流入は期待できないわけだが、これは株価にもはっきりと現れている(右図・上)。元より輸出に依存する経済ではないため通貨安が実体経済を直接的に押し上げる経路は働きにくい。それどころか、上述したように消費・投資を押し下げやすいのであって、だからこそ自傷行為覚悟でイングランド銀行(BOE)が利上げに動いている現状があるのだろう¹。前頁図の名目 GDP 比較を見ると分かるが、英国がフランスを大きく凌駕していたのは金融バブル絶頂の 2005～07 年頃であり、その破裂後、両国の関係は一進一退(ややフランスが優勢)となっている。EU 離脱後のシングルパスポート・ルール剥奪を見越して、大手金融機関がこぞって大陸欧州に機能を移管している中、頼みの金融業の先行き見通しも決して明るいものではないとすれば、英国がフランスに劣後する状況はやはり定着していくのかもしれない。



¹ 本欄 2017 年 11 月 13 日号『利上げでも買えないポンドの苦境～BOE 利上げの読み方～』をご参照下さい。

なお、フランス自体、EU のコア国の中では「お荷物」として名前が挙がることが多く、例えばユーロ圏の中では緩やかながら、唯一デフレギャップが拡大している国としても知られる（前頁図・下）。精彩を欠く経済状況という意味では共通しているものの、そのフランスにも差をつけられる英国の現状は相応に深刻なものと受け止めるべきなのかもしれない。為替相場の観点からは「利上げしても買われない通貨」であるポンドの立ち位置は当面、変わることがないと考えるべきだろう。

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11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」, や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クレー理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最新のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく……～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版