

みずほマーケット・トピック(2018年3月13日)

ドイツバブルを警戒すべきか？

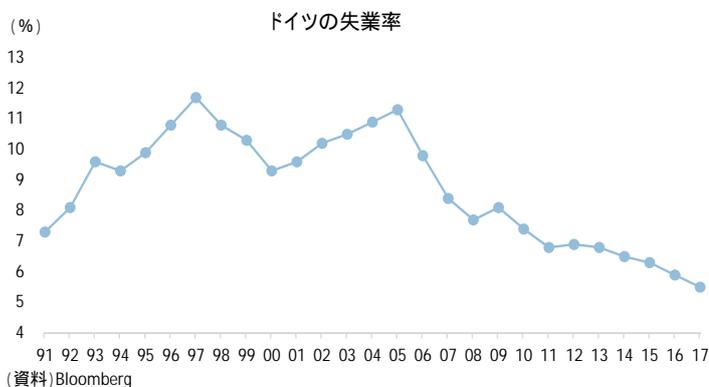
ドイツ経済は史上稀に見る好調さを維持しており、仮にバイマン氏が ECB 総裁職に就いた場合、果たして自国経済へのバイアスを抜きにして情報発信できるのかどうか心配になる。具体的に、2017年のドイツ経済指標を確認すると、経常黒字は2年連続で世界最大を記録し、実質 GDP 成長率も前年比+2.2%と6年ぶりの高成長を示す動きが見られている。これに伴い雇用・賃金情勢もひっ迫が見られており、失業率は5.7%と東西ドイツ統一後の最低水準を更新している。また、不動産や株式といった資産価格の騰勢にも性急さが見られ、マクロプルーデンス対応という観点から金融政策運営を眺めた時、ECB がドイツ国内における資産価格の騰勢をどのように評価し、位置づけていくかは今後非常に大きな問題となりそう。とはいえ、現状では家計・企業に過度なストレスがかかっているわけでもなさそうであり、その視点を重視するのであればカナダ・中国・香港などにバブルの芽を心配する状況である。

～現時点では森友問題より保護主義の方が問題～

昨日の為替相場は総じて小動きの中、円の騰勢が目立った。財務省と森友学園の国有地取引に関する決裁文書書き換え問題を巡って麻生財務大臣の進退に焦点が当たる中、円買い優勢のムードが続き、対ドルでは106円台前半で軟調に推移している。通常、市場は「最も極端なシナリオ」を織り込むことから、株価が堅調でドル/円相場もこの程度の動きにとどまっていることから察するに、今のところ市場参加者における同問題への懸念は大きいとは言えない。全容究明の過程で閣僚、果ては首相にまで累が及ぶ展開となれば日銀執行部人事を含めて無視できない問題となりそうだが、現時点ではトランプ政権の保護主義の方がよほど現実的な問題と言えそうである。

～好調を極めるドイツ経済～

ところで、昨日はメルケル独首相が ECB にはドイツ人の総裁が必要かを問われ、「来年は多くのポストで新たな人選が必要になるが、ドイツはふさわしい候補を推薦できる」と明確な回答を避けつつも自国からの人材輩出に含みを持たせた回答をしたことが報じられている。過去の本欄¹で詳しく扱った通りだが、ドラギ ECB 総裁の後任はバイマン



独連銀総裁を最右翼として、その対抗馬にはレーン・アイルランド銀行総裁の名が挙がっている

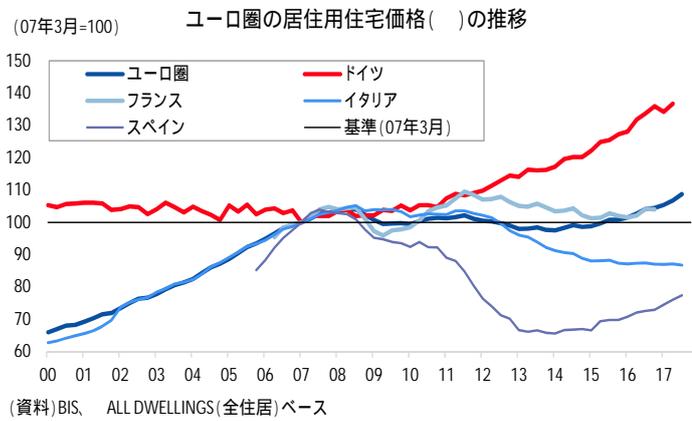
¹ 本欄 2018年2月26日『ECB 役員会人事の読み方～今後への含意など～』をご参照下さい。

る。いずれにせよ、この2名で総裁およびチーフエコノミスト担当理事のポジションを分け合うとの下馬評が優勢である。どちらが総裁に就いたとしても、史上最年少の ECB 総裁であり、尚且つドラギ総裁対比ではタカ派になるとの評価が支配的である。

実際のところ、ドイツ経済は史上稀に見る好調さを維持しており、仮にバイトマン氏が ECB 総裁職に就いた場合、果たして本国経済へのバイアスを抜きにして情報発信できるのかどうかが一つの見どころになってくるようにすら思われる。具体的に、2017年のドイツ経済指標を確認すると、経常黒字は2年連続で世界最大を記録し、実質 GDP 成長率も前年比+2.2%と6年ぶりの高成長を示す動きが見られている。これに伴い雇用・賃金情勢もひっ迫が見られており、失業率は5.7%と東西ドイツ統一後の最低水準を更新し(前頁図)、最大の労働組合である金属産業労組 IG メタルが好景気や低失業率を理由に年6%の賃上げや労働時間短縮を要求したことが報じられている。

～ECB はドイツ国内の資産価格をどう評価するか～

ドイツの雇用・賃金情勢が改善している背景としてシュレーダー政権が2003～05年に実施したハartz改革の奏功を無視することはできない。同改革によって解雇規制が緩和されたことで企業の採用意欲が、失業給付が絞られたことで労働者の就業意欲が向上し、メルケル政権はその恩恵に浴しているだけだとの声は良く聞かれる²。とはいえ、景気回復の背景に ECB の用意する緩和的な金融環境とそれに伴う「永遠の割安通貨」の存在が寄与しているだろうことも疑いの余地がないだろう。過去の本欄では、ECB が南欧を中心とする脆弱国に合わせた金融政策運営を行うことでドイツの経済・金融情勢が過熱化し、バブル生成・崩壊の過程を辿るリスクを議論したことがあるが、実際、ユーロ圏におけるドイツ不動産価格の上昇(図・上)は突出しており、そのような不安は依然として抱かざるを得ない。

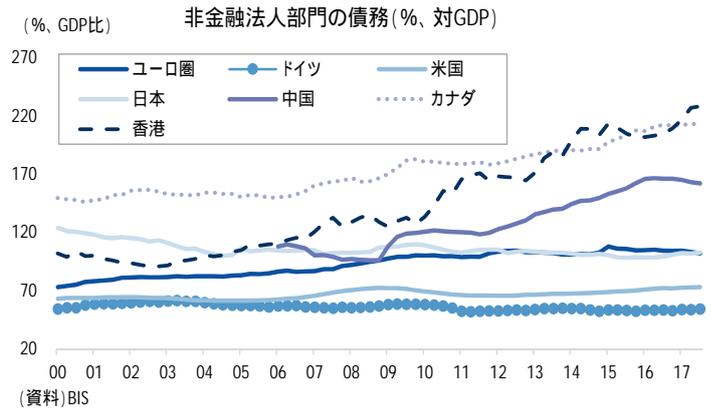
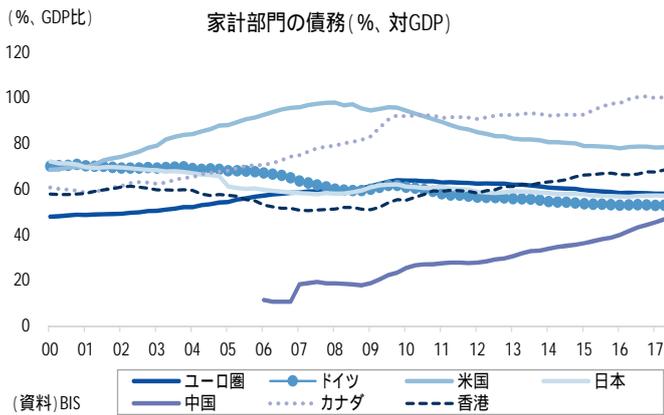


マクロプルーデンス対応という観点から金融政策運営を眺めた時、ECB がドイツ国内における資産価格の騰勢をどのように評価し、位置づけていくかは今後非常に大きな問題となりそうである。

² 正確には「解雇保護法の適用されない事業所の範囲を拡大」し、「失業給付期間の短縮化・失業給付基準の厳格化」を含む。

～現時点のドイツは全く問題が無さそう～

ちなみに国際決済銀行(BIS)が金融システムの脆弱性監視を企図して設定している早期警戒指標などでは経済全体ないし各経済主体のレバレッジ状況(対GDP比)を分析しているが、ドイツはこの点では殆ど問題の無い国であり、むしろ、その著しい低水準が目立つくらいである。ゆえに、現時点で危機感を煽るような論陣は適切ではないだろう。その観点に照らせば、先週公表されたBIS四半期報告書でも示されたように、カナダや中国、香港といった国々では家計・企業部門にストレスがかかっており(ただし、中国の企業部門はデレバレッジが進行中という意味で改善が見られる)、バブル生成・崩壊の芽を心配するのであれば、それらの国々ということになりそうではある。



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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レートの」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて…～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目ごぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の動向～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するペースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
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」を触るのかのような正常化～
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ごとき政策運営～
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～)