

みずほマーケット・トピック(2018 年 3 月 27 日)

ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？

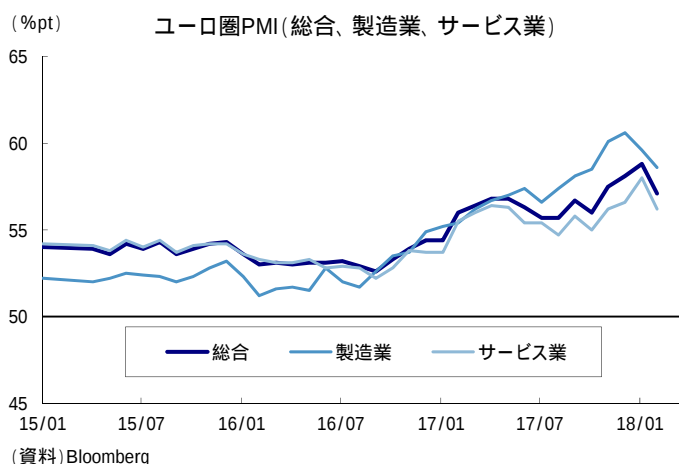
好調なユーロ圏の実体経済にもやや気になる兆候が表れ始めている。ユーロ圏 3 月 PMI は総合・製造業・サービス業はいずれも前月からまとまった幅で下落し、景況感のピークアウトを窺わせる結果に。ECB の政策運営やこれに付随するユーロ相場の行方が域内経済の現状と展望に即していることを踏まえれば、その原因を考えることは有用。仮に、ユーロ圏の実体経済が変調をきたし始めているのだとすると、原因はどこに見出せそうか。例えば、筆者は ECB が四半期に 1 度公表しているユーロ圏各国の競争力指数(単位労働コストで計測した実質実効為替相場)に注目している。2017 年以降、同指数の動きには変調が見られ、これが南欧を中心とする周縁国の足枷となる展開が警戒される。単一通貨と言えども、実質ベースで見た通貨価値の基軸はドイツであり、そこからの乖離が広がれば適切な金融政策運営が難しくなる中で、域内の経済・金融情勢も不安定化するというのがユーロ圏の宿痼である。

～早々に収束するとは思えない保護主義というテーマ～

昨日は米中政府高官の発言が保護主義懸念の後退を促し、NY ダウ平均が前日比+669.40ドルと大幅に値を戻した。リスク回避ムードが和らぐ中、ボラティリティも下落し、ドル/円相場は 105 円台後半まで大幅に上昇している。ナバロ国家通商会議(NTC)委員長が CNBC において米国は既に中国と交渉のテーブルについていると述べ、また、李克強首相からも貿易戦争を忌避する発言が聞かれたことから市場には安堵感が広がっている。とはいえ、トランプ米大統領の抱く保護主義志向がそう簡単に取り下げられるだろうか。筆者はこのテーマが早々に収束するとは思っていない。

～ユーロ圏実体経済に係るやや不安な兆候～

ところで、好調を維持しているユーロ圏の実体経済にやや気になる兆候が表れ始めている。今年 4～6 月期には実質 GDP 成長率の増勢が過去最長(21 四半期連続)に至ることが確実視されるユーロ圏だが、本当にその磐石さに隙はないのだろうか。ここで改めて点検してみたい。先週 22 日に公表されたユーロ圏 3 月 PMI は総合・製造業・サービス業はいずれも前月からまとまった幅で下落し、景況感のピークアウトを窺わせる結果となった。総合とサービス業は 2 か月連続で計▲3.0 ポイントと▲3.5 ポイントの下落、製造業は 3 か

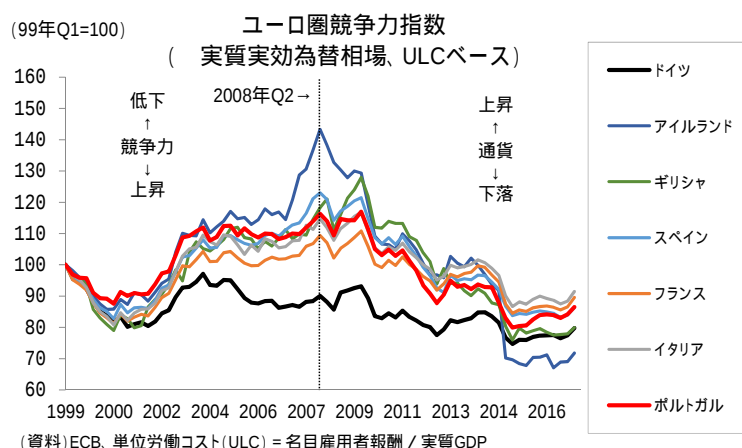


月連続で計▲4ポイントの下落となっている(前頁図)。もちろん、2016年半ば以降、ユーロ圏 PMI は一方的な改善基調にあったため、ここにきて小康を得ることに違和感はない。とはいえ、ECB の金融政策運営やこれに付随するユーロ相場の行方が域内経済の現状と展望に即していることを踏まえれば、その原因を考えることは有用である。PMI のようなソフトデータは得てして生産・消費といったハードデータに先行して動くものである。

～ユーロ圏競争力指数を注視～

仮に、ユーロ圏の実体経済が変調をきたし始めているのだとすると、原因はどこに見出せそうか。もちろん、足許の PMI 悪化は米国の保護主義志向の露呈やこれに基づく株価の調整など、ごく短期的な材料に反応している可能性も否めない。保護主義騒動の中、DAX 指数は一時、1年半ぶりの安値まで下落しており、こうしたムードの中でソフトデータが改善するのは難しいと思われる。だが、域内企業のセンチメントを毀損しかねない兆候がないわけではない。例えば、ECB が四半期に1度公表しているユーロ圏各国の競争力指数(単位労働コストで計測した実質実効為替相場)の動きを見ると、ここにきて従前の様子が変わり始めていることが窺える。

おさらいをしておくと、右図に示されるように、2000年から2008年にかけて加盟国の競争力指数はドイツとドイツ以外ではっきりと乖離した。これは「欧州の病人」と呼ばれていたドイツで国内物価の伸びが鈍化し、実質ベースで測った競争力指数が下落基調(競争力という意味では改善基調)にあったという事情に起因している。その上で、そうしたドイツに合わせて ECB の



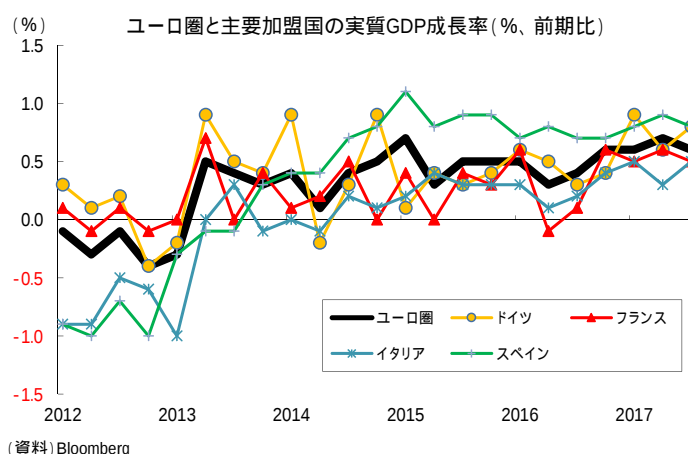
政策金利が引き下げられ、また単一通貨導入により為替リスクプレミアムが剥落し、南欧が分不相応な低金利環境を享受していたことでバブル的な状況が発生、それらの国々では国内物価が上昇していたという事情も重なっている。物価が上昇すれば、実質ベースで測った競争力指数は上昇基調(競争力という意味では悪化基調)に至る。こうした域内における競争力指数の乖離が「ドイツの経常黒字」と「南欧の経常赤字」という不均衡を生み、過剰な消費・投資行動に傾倒していた南欧が金融危機後に苛烈な調整を迫られたのであった(いわゆる欧州債務危機である)。

～2017年に浮揚し始めた競争力指数～

危機後、域内各国が総じて景気減速(または後退)に陥り、賃金・物価情勢が押し下げられる中で、競争力指数は下落基調(競争力という意味では改善基調)が続いた。図示されるように欧州債務危機が一通り収束する2014年には対ドイツでの競争力格差も相当に解消された。2014年以降、マイナス成長に陥る主要国がいなくなった背景にはこうした競争力指数の動きが寄与していた面もあろう(次頁図)。なお、2012年半ば～2014年半ばまではむしろユーロ相場は騰勢を強めていたので、同期間における競争力の改善は各国における賃金・物価情勢の下落に起因した可能性が高

い。端的に言えば、不況下のコストカットで競争力が改善したと考えられる。

こうした経緯を見ると、ユーロ圏経済の現状や展望を考察する際、競争力指数はやはり無視し得ない指標に思えてくる。現状に目をやると、南欧を中心として競争力指数の低下(改善)が 2015 年で一旦止まっており、2016 年の横ばいを経て 2017 年には再び上昇(悪化)へ転じていることが分かる。競争力指数の低下(改善)が 2015 年で止まり、横ばいに転じたのは同年に単位労働コスト



(ULC)が底打ちしたからであり、同時並行で進んできたユーロ安と打ち消しあった結果の横ばいなのだろう。2017 年に入り、程度の差こそあれ、いずれの国でも競争力指数が上昇(悪化)しているのはもちろんユーロ相場の騰勢に引きずられた部分がある(昨年のユーロ実質実効為替相場は約 +5% 上昇している)。その背後に ECB による政策正常化の動きがあったことは周知の通りである。

～ユーロ圏の宿痾～

現時点では各国の競争力指数の対ドイツ格差は小さいものにとどまっているが、仮に好調なドイツに合わせて ECB が政策金利を引き上げていけば、これに応じてユーロ相場が続伸し、競争力指数の上昇を招く展開が予想されてくる。同指数のドイツとの乖離が再びまとまった幅に至れば、実体経済の減速が鮮明になる加盟国も出てこよう。結局、単一通貨と言えども、実質ベースで見た通貨価値の基軸はドイツであり、そこからの乖離が広がれば適切な金融政策運営が難しくなる中で、域内の経済・金融情勢も不安定化するというのがユーロ圏の宿痾なのである。このことは競争力指数の図表中、ドイツがほぼ横ばいとなっている傍ら、その他主要国が乱高下を繰り返していることにも現れている。ECB の金融政策運営がタカ派に傾斜し始めている今だからこそ、こうした中長期的な視座が重要になると考えたい。恐らく本当に競争力指数の乖離が始まり、それが問題化している時に ECB 総裁の職位にあるのはドラギ総裁ではなく、バイトマン独連銀総裁である可能性が最も高そうであるという事実も忘れてはならない。

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.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
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
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」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世界経済見通し修正を受けて～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(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～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	ステルステーバリングの「お目こぼし」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年の勘所～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～米減税はドル買いにとならず～
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	テーバリングが改めて示唆するベア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」を触るかのような正常化～