

みずほマーケット・トピック(2018 年 4 月 5 日)

ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～

金融市場は依然としてトランプ政権の保護主義姿勢に右往左往する状況が続いている。米中貿易摩擦の帰趨に注目が集まる一方、米国は EU との間でも激しい舌戦を繰り広げており、報復合戦の様相を呈し始めている。この中で特に問題になるのがドイツの立ち位置である。米保護主義政策の先鋭化は基本的にトランプ米大統領の身勝手さで括られることが殆どだが、果たして攻められる側の EU、特にドイツに非はないのだろうか。この点、相当に議論の余地があるというのが実情。GDP 比で見れば世界最大(金額で見ても世界第 2 位)の貿易黒字を保持しつつ、「永遠の割安通貨」の恩恵を享受し、しかも金融政策では先進国で一番深いマイナス金利を採用しているドイツは貿易戦争という議論の舞台において「気まずい立ち位置」にある。IS バランスなどを見ても、ドイツが「異形の経済」と言える状況にあることは間違いなく、そこには貿易戦争が展開される中で「弱み」になりそうな論点も多数含まれていることは留意したいところ。

～米保護主義姿勢に右往左往する状況続く～

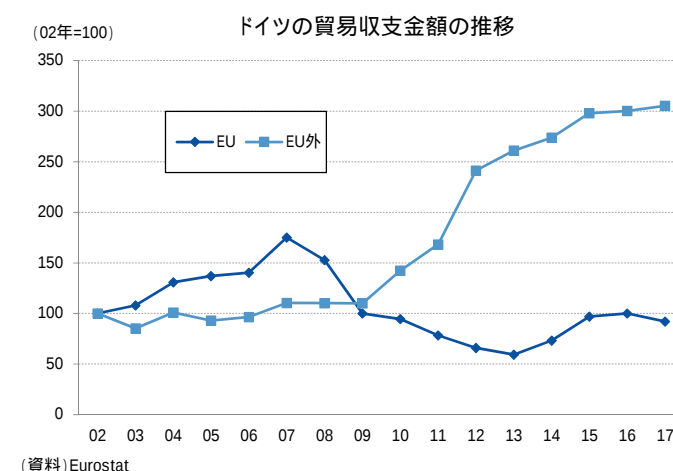
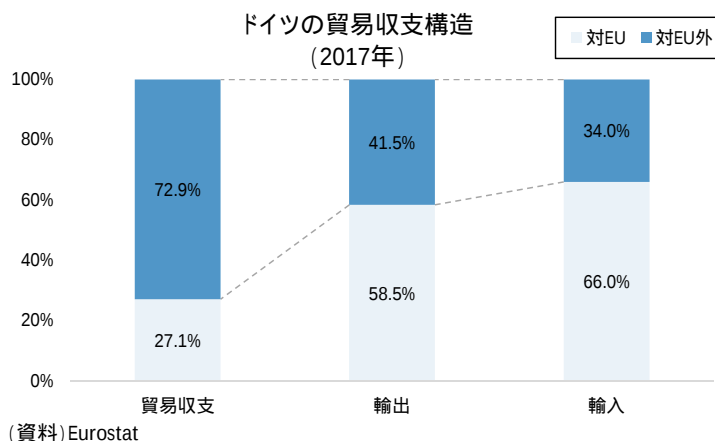
金融市場は依然としてトランプ政権の保護主義姿勢に右往左往する状況が続いている。このまま仮に貿易戦争が激化すると仮定した場合、対米貿易黒字が大きな国から影響を被るのは間違いない。この点、2017 年の実績を元にすれば、1 位が中国、2 位がメキシコ、3 位が日本、4 位がドイツである。既報の通り、トランプ政権の通貨・通商政策の矛先は基本的には中国に向けられており、次いで北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉を通じてメキシコに対しても厳しい態度が示されている。現状、日本とドイツに対し目立った措置はないが、鉄鋼・アルミ関税の除外措置を求めた日本政府に対し、「安倍首相らは『こんなに長い間、米国をうまくだませたなんて信じられない』とほくそ笑んでいる。そんな日々はもう終わりだ」などと突き放している。第 3 回日米経済対話に関し、どのようなテンションで交渉が進捗するのかは予断を許さない状況にある(なお、準備会合は終了しており日本側は 4 月開催を求めているが、米国側は 5～6 月開催を希望しているという報道がある)。先般、韓国が米国に有利な条件で自由貿易協定(FTA)の合意を結ばされたことが脳裏を過ぎる。

～ドイツ貿易黒字は EU 外に由来するもの～

一方、米国はドイツを含む EU との間でも激しい舌戦を繰り広げており、互いに報復合戦も辞さないとの意思が示されている。3 月、欧州委員会は鉄鋼・アルミニウム関税に対し報復措置をとる方針を正式に表明しており、米国産のオートバイやバーボンウイスキーなど総額 64 億ユーロに上る報復関税リストまで提示している。これに対し、トランプ大統領はツイッター上で「(報復関税を課すなら) EU から輸入される自動車に税金を課すだけ」と文字通り、報復合戦の様相を呈している。米国と米国以上の人口を誇る EU が本格的な貿易戦争に至れば、その影響が甚大なものになることは想像に難くない。そもそも米国とドイツはトランプ大統領とメルケル首相という先進国中で最も相性が悪

そんな首脳関係もあって事態がより複雑化しやすいのではないかと懸念してしまう。

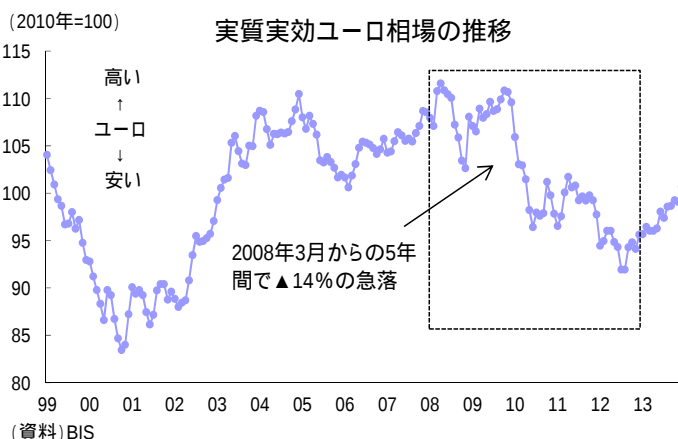
米保護主義政策の先鋭化は基本的にトランプ米大統領の身勝手さで括られることが殆どだが、果たして攻められる側のEU、特にドイツに非はないのだろうか。この点、相当に議論の余地があるというのが実情と思われる。ドイツの貿易黒字は2017年通年で約+2500億ユーロだが、このうち7割超がEU外に対する黒字であり、EUに対しては3割弱にとどまる。輸出も輸入も基本的にはその6~7割が対EU取引なのだが、収支尻(黒字額)は対EU外取引の方が大きいのである(右図・上)。こうしたドイツの貿易黒字に関する「EU外>EU」という大小関係は昔からあったわけではなく、2009年以降に定着した構図である(右図・下)。2009年以降、ドイツの貿易黒字額は対EUではほぼ横ばいの状況が続き、2017年と2002年の水準は殆ど変わっていない(正確には2002年の+734億ユーロに対し2017年は+676億ユーロと減少している)。片や、対EU外では2009年以降、急激に増えており2017年の黒字額は2002年のその約3倍にも膨れ上がっている(正確には2002年の+594億ユーロに対し2017年は+1814億ユーロと増加)。ドイツの貿易黒字の多くは経済・通貨同盟(EMU)内部で蓄積したものではなく、その外側で蓄積したものなのである。この点を踏まえれば、ドイツは間違いなく世界の対外収支不均衡の一翼を担っており、トランプ政権の通商政策の是非は脇に置いたとしても、その事実自体は確かに健全とは言えない。大き過ぎる黒字は過去、身内である欧州委員会からも指摘を受けている。



～ドイツ貿易黒字の背景～

金融危機後、EU外に対するドイツの貿易黒字が急増した背景として何が考えられるのだろうか。一般論として貿易黒字が増える理由は①生産性改善に伴うコスト抑制(それによる競争力改善)、②通貨安、③不況による自国の輸入急減などが考えられる。結論から言えば、ドイツの黒字拡大をもたらしたのは①と②と考えられる。

まず、分かりやすいのは②だろう。周知の



通り、金融危機を経てユーロは実質実効ベースでピークの 2008 年 3 月からの 5 年間（～2013 年 3 月）で▲13.95%も下落した（前頁図）。同期間のユーロ/ドルで言えば 1.60 弱から 1.30 弱へ、ユーロ/円で言えば 160 円弱から 120 円強へ下落であった。これだけの通貨安が輸出の伸びに寄与していないとは考えにくい。特にドイツ輸出産業にとっては大きな追い風になったと想像する。

しかし、近年のドイツ貿易黒字の拡大ひいてはドイツ経済の復活をもたらした背景として必ず指摘されるのが①であり、厳密には 2000 年代前半にシュレーダー政権の下で実施された労働市場改革（いわゆるハルツ改革）がメルケル政権で花開いたという指摘である。同改革の詳細を本欄で詳述する紙幅はないが、労働時間貯蓄制度導入による柔軟な労務管理や一連のハルツ改革（例、解雇規制緩和、低賃金労働者の拡大、失業給付削減など）を通じて、「安価な労働力」を大量に創出できたことが大幅な対外競争力の改善に繋がったとの分析は多い。

事実、過去 20 年弱を振り返って、ドイツの単位労働コスト(ULC)は先進国の中でも明らかに抑制されている（デフレに苦しんだ日本はむしろ低下しているが）。雇用制度の柔軟化を通じて輸出競争力を保持するというアプローチは非正規雇用の継ぎ接ぎだけで景気循環を乗り切ろうとした結果、人的資本の蓄積に繋がらなかった（マクロ的には潜在成長率の押し下げを促した）という日本の事例と対比し、称賛する評価もある。例えば労働時間貯蓄制度があれば、無理筋な雇用調整を非正規雇用者に皺寄せしないで済み、企業としてもリストラコストの抑制になったはずとの指摘がある。

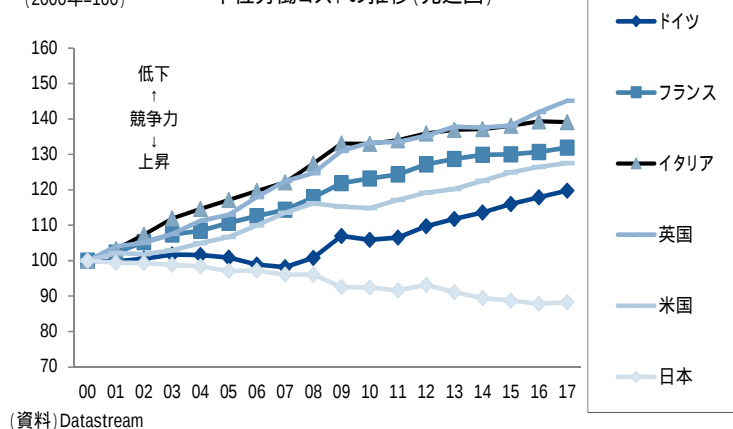
もちろん、ハルツ改革が万能だったわけではないが、一時は経済構造が似ていると言われたドイツと日本の経済状態に関し、彼我の差が相当大きなものとなってしまった感は確かにある。実質 GDP でドイツと日本の比較を試みた場合、過去 10 年平均で「1.37% vs. 0.93%」、5 年平均で「1.59% vs. 1.20%」、3 年平均で「1.80% vs. 1.22%」と常に日本が劣後している。

～IS バランスに写る「異形の経済」～

仮に、ドイツの貿易黒字の背景が上で述べたような①に帰するものであれば、これを批判することは難しい。だが、周知されているように、ドイツが「永遠の割安通貨」であるユーロの恩恵を享受していることも議論の余地が無く、トランプ政権の論陣に自信を与えているのも恐らくこの部分が大きいと想像する。もちろん、EU の採用する共通関税を目の敵にしている部分もあるだろう。例えば自動車に関し、EU の共通関税は 10%だが、米国は 2.5%にとどまっている。しかし、ドイツという一国に焦点をあてた場合、「同国の地力に比して通貨が安過ぎる」という問題意識は厳然とある。

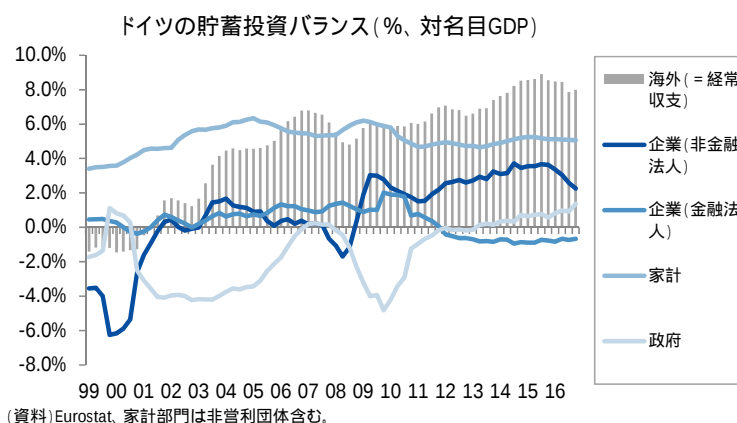
実はドイツ政府高官もユーロ安の効果については自認し始めており、例えば昨年 2 月にはショイブレ独財務相（当時）が「ユーロ相場は、厳密に言えばドイツ経済の競争的立場から見て低過ぎる。ECB のドラギ総裁が拡張的金融政策に乗り出した際、私はドイツの輸出黒字を押し上げると総裁に

単位労働コストの推移(先進国)



言った」(2017 年 2 月 4 日付、ロイター)などと述べ話題になった。同国の為政者から見ても通貨安と黒字に対する違和感が芽生え始めている状況と見受けられる。

GDP 比で見れば世界最大(金額で見ても世界第 2 位)の貿易黒字を保持しつつ、「永遠の割安通貨」の恩恵を享受し、しかも金融政策では先進国で一番深いマイナス金利を採用しているドイツは貿易戦争という議論の舞台において「気まずい立ち位置」にあることは否めないだろう。ちなみに経常黒字で見れば、ドイツは金額ベースで見ても中国を凌駕しており、



GDP 比では実に約+8%という非常に大きな不均衡状態にある。こうした経常黒字を貯蓄・投資 (IS) バランスから見たものが図である。見ての通り、企業・家計・政府の国内経済部門全てが貯蓄過剰という異常な状態にある(企業部門は金融法人が若干の貯蓄不足だが非金融法人と合わせれば結局、貯蓄過剰だ)。要するに、振るわない内需を海外経済部門の貯蓄不足(≒経常黒字、つまり外需)で全て埋めるというという構図である。

また、近年、貯蓄過剰傾向を最も強めているのが政府部門というのも驚きである。財政黒字が増勢傾向にあるという事実は日本からすると想像もつかない動きだ。内需が活性化されているとは言えない状況下、政府部門の消費・投資がこのように抑制されている事実は米国でなくとも違和感を覚える。さすがに近年では完全雇用状態にも到達し、非金融法人において消費・投資意欲の活発化(貯蓄過剰幅の減少)が見られており、それに応じて経常黒字のピークアウトも始まっているものの、同国の教条主義的な緊縮路線が早晚変わるとは思えない。しかも、ドイツはこのような考え方を加盟国に「正しいこと」として推奨する傾向にあるため、問題は EU 全体へ展開しやすくなる。米国との貿易戦争を懸念する現状に照らせば、それは非常に不安な展開である。

いずれにせよ、ドイツが「異形の経済」と言える状況にあることは間違いなく、そこには貿易戦争が展開される中での「弱み」になりそうな論点も多数含まれていることは留意すべきだろう。国内における拡張財政は許さず、域内における財政移転にも乗り気ではない一方、経常黒字は未曾有の水準にまで膨らんでいるという現状はトランプ大統領でなくとも強い違和感を覚えるものであり、仮に為替政策報告書などで理路整然と指摘された場合は反論が難しい現実があると考えたい。米中貿易摩擦がヘッドラインになりやすい一方、米・EU 貿易摩擦の行方からも目が離せない。

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4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
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度目のキャッシュ・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	テーバ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