

みずほマーケット・トピック(2018年10月4日)

ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～

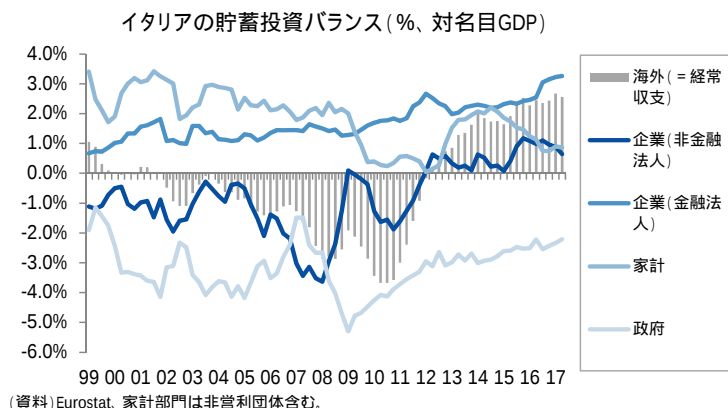
昨日の本欄では「イタリアにも言い分があるのではないか」との趣旨から欧州委員会の原理・原則主義に疑問を投げかけた。これと同様の趣旨は貯蓄・投資(IS)バランスから見ても確認できる。イタリア経済のISバランスは2013年以降、企業・家計の両民間部門が貯蓄過剰である傍ら、政府部門の貯蓄不足も比較的早いペースで縮小している。要するに、イタリア経済の内需として消費・投資が控えられる状況が強まっている。結果として海外部門に依存することになり、経常黒字が蓄積する構図となっている。実は類似の現象はスペインやポルトガルでも起きている。こうしたISバランスの究極型が政府も含めた国内部門が全て貯蓄過剰というドイツであり、当然、ユーロ圏全体のISバランスも「民間部門の貯蓄過剰増加、政府部門の貯蓄不足減少、経常黒字増加」という構図である。ユーロ圏経済のドイツ化が進展していると言えるだろう。ここで問わねばならないのは「果たしてこれが欧州委員会として目指した未来なのか」ということ。

～金利と株価の上昇が併存する危うさ～

先週以来、リスクオフムードをけん引しているイタリア財政不安に関してはイタリアが欧州委員会に対し譲歩を検討しているとの報道を受け一旦沈静化している。むしろ、この報道で大きく動いたのが米債市場であり、不安後退を理由に米10年金利は一時3.18%まで上昇した。ドル/円相場もこれに伴い押し上げられ、114.50円を突破し年初来高値を更新している。また、昨日はパウエルFRB議長が中立金利を超えて利上げを進める可能性にわざわざ言及したことも大いに影響したと見られる。そのほか米9月ISM非製造業景気指数、米9月ADP雇用統計と主要な米経済指標が軒並み市場予想を上回る改善を示しており、金融市場には米金利とドルの上昇に疑いを持たないムードが蔓延している。金利上昇が米経済の重しとなっているという証拠が出てこない以上、この相場に死角が見当たらないのも事実だが、ムードが変わる時は非常に早いということも留意しておきたい。少なくとも金利と株価の上昇が併存する状況はそう長く続くものではないはずである。

～ドイツ化するISバランス～

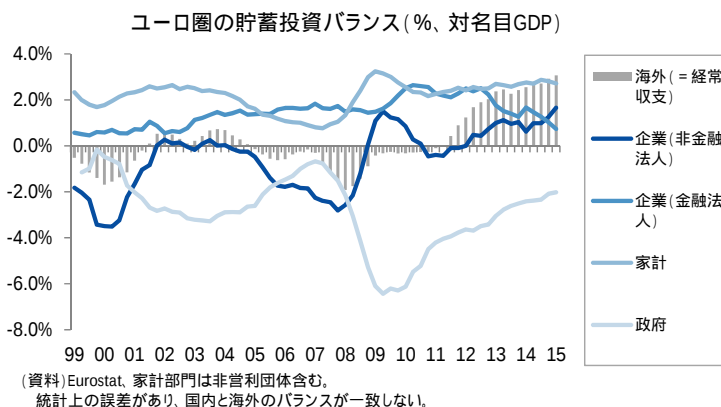
ところで昨日の本欄では「イタリアにも言い分があるのではないか」との趣旨から欧州委員会の原理・原則主義に疑問を投げかけた。ECBの金融政策運営が引き締めに傾斜する状況下、財政政策まで緊縮路線を強いる必要が果たしてあるのかという視点である。これと同様の趣旨を貯蓄・投資(IS)



バランスの観点から再度確認してみたい。前頁図はイタリア経済のISバランスである。2013年以降、企業・家計の両民間部門が貯蓄過剰である傍ら、政府部門の貯蓄不足も比較的早いペースで縮小している。要するに、イタリア経済の内需として消費・投資が控えられる状況が強まっているのである。結果として海外部門に依存することになり、経常黒字が蓄積する構図となっている。実は類似の現象はスペインやポルトガルでも起きており、やはり経常黒字となっている。

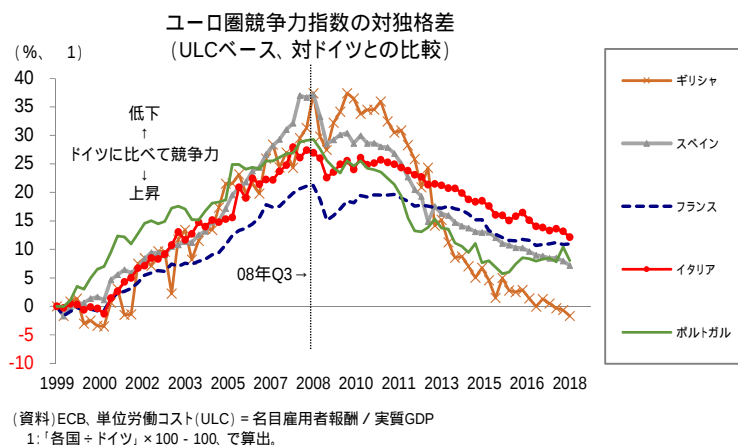
こうしたISバランスの究極型が政府も含めた国内部門が全て貯蓄過剰というドイツであることは本欄でも繰り返し議論してきた。結果、ユーロ圏全体のISバランスも「民間部門の貯蓄過剰増加、政府部門の貯蓄不足減少、経常黒字増加」という特徴が色濃く出ている(図)。ある意味で欧州債務危機を経て、ユーロ圏経済のドイツ化が進展していると言えるだろう。ここで問わねば

ならないのは「果たしてこれが欧州委員会として目指した未来なのか」ということである。域内統合の結果、外需依存が強まるというのは到底望まれた結果ではあるまい。



～ドイツとの競争力格差は一応、埋まりつつある～

また、欧州債務危機に至る直前はドイツとそれ以外の加盟国の実質実効為替相場(REER)に乖離が生じていたことがドイツの突出した経常黒字と南欧の慢性的な経常赤字という域内不均衡を作り上げたのだった。このREERはECBが四半期に一度、競争力指数(HCIs: Harmonized competitiveness indicators、以下HCI)として公表しているものだが、図に示されるように、リーマンショックを境として



各国の対ドイツで見た競争力格差は縮小傾向にある。これは単位労働コスト(ULC)で測ったものであるため、端的に言えば、それだけドイツの付加価値算出のための人的コストが高まっており、他の加盟国にも付け入る隙が生じ始めているとも読むことができる。これはイタリアも例外ではなく2008年9月末と比較した場合、2018年3月末のHCIは約▲20%下落している。この間、ドイツのHCIは約▲10%下落しているので、HCIで測った競争力は相対的に10%ほどイタリアが差を詰めたことになる。むしろ、同様の観点で言えば、フランスは約▲17%という下落幅のため、ドイツとの差はイタリアほど埋まっていない。これは図示しているドイツ、フランス、南欧4か国(PIGS)の中で、フランスだけが経常赤字国であることと無関係ではないだろう。

～未だ欠如するドイツはイージーモードという認識～

もちろん、各国がドイツとの競争力格差を埋めるにあたっては文字通り血の滲むようなマクロ経済上の調整、端的には物価・賃金の切り下げを余儀なくされたという経緯がある。本来はそうした当該国の自助努力のみならず、域内における財政移転の仕組みがあつてしかるべきなのだが未だそれは実現していない。既に見たように、むしろ債務危機後はEUの財政ルールに則って緊縮路線が強いられていたのが実態である。それでもハードランディングすることがなかったのは、この間、ECBがマイナス金利政策やそれまで禁忌としていた量的緩和政策(QE)で援護射撃していたからだろう。だが、昨日の本欄でも議論したように、QEは今月から縮小が始まり2か月後には終了を迎え、1年後には利上げも視野に入る。一部では最近のユーロ圏消費者物価指数(HICP)の騰勢を受けてフォワードガイダンスの修正、早期利上げまであり得るのではないかとの声まで出始めている。こうした財政政策も金融政策も引き締めるポリシーミックスは景気過熱防止のそれである。イタリアやフランスがそのような政策を求めているわけではないことは明らかだろう。率直に言って、そのようなポリシーミックスを求めているのは国内経済にバブル懸念すら帯び始めているドイツだけと考えられる。

これまで飽きるほど指摘している点だが、そのドイツ経済を駆動している根本的な要因の1つが「永遠の割安通貨」ユーロである。域内全体が教条主義的なマクロ経済政策運営に傾斜しつつある中、今一度、「ユーロ圏の一員として共通通貨を使う。但し、他国への財政移転をするつもりは無い」というドイツの置かれた経済環境がイージーモードなのだという認識をドイツないしドイツ的な考え方に支配された欧州委員会は自覚すべきだろう。10月1日、ドイツで講演したユンケル欧州委員会委員長は「イタリアが特別待遇を受けるのを回避する必要がある。すべての国が特別待遇を受ければ、ユーロは終焉する」と述べたという。だが、そもそもドイツが特別待遇を受けている状態から始まっているのがユーロ圏なのであり、南欧を中心とするその他加盟国は特別待遇が無ければドイツとの差が広がる一方であるというのが欧州債務危機の教訓だったのではないか。

話をイタリアに戻せば、ポピュリストという触れ込みで懸念を招いていた政権がGDP比▲3%未満の財政赤字で済んでいるのであれば、金融市場の混乱を招いてまで揉め事にする話ではないように思える。少なくとも財政統合が未完である限り、ある程度は(例えばSGPの基準が遵守される程度においては)大目に見る姿勢などが必要ではないだろうか。まずEUとして回避すべきは各国においてポピュリストが再生産されるような事態であり、そのための正しい陣頭指揮を欧州委員会には期待したいところである。

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.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10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」、～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～肉肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安を支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける陰路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待か何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)