

みずほマーケット・トピック(2019 年 7 月 17 日)

欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方

2 週間前となる 7 月 2 日、米通商代表部(USTR)は EU の航空機補助金に対する制裁関税として、40 億ドル分の対 EU 輸入品リストを公表した。欧州航空産業に対する補助金問題は 2004 年から 15 年にわたって続いている問題であり、いわゆるトランプ政権の発作的な動きではないが、同政権の保護主義志向の強さも相まって話が大きくなりやすくなっている面はある。考察を進めていけば、欧米の貿易摩擦は米中や日米のそれと比べて米国側の主張に相応の理があるという特徴があることは覚えておきたい。少なくとも「永遠の割安通貨」としてのユーロおよびこれを最大限活かすドイツの存在、▲0.40%という非常に深いマイナス金利の存在、域内における財政出動を制約する EU 財政ルール(安定成長協定、以下 SGP)の存在という 3 点を根拠に米国が EU を責め立てる動機がある。必ずしも「言いがかり」とは整理できない事情が欧米貿易摩擦には潜んでいることを知った上で先行きを展望する必要がある。

～ 15 年越しの欧米対立と貿易摩擦への影響 ～

足許から 2 週間前となる 7 月 2 日、米通商代表部(USTR)は EU の航空機補助金に対する制裁関税として、40 億ドル分の対 EU 輸入品リストを公表した。サクランボ、食肉、チーズ、オリーブなどが掲載されており、これは今年 4 月 12 日に公表された約 210 億ドル分の対 EU 輸入に対する制裁関税の追加分という位置付けであった。世界貿易機関(WTO)は昨年 5 月 28 日、エアバスへの EU 補助金は協定違反だとの米国の訴えを認める判断を下している経緯があり、対抗措置はこれに沿った合法性も帯びるが、同 3 月 28 日にボーイング社への米補助金は WTO 協定違反だとする EU の訴えも認めている。よって、EU も米国に対する報復関税の権利を行使する構えを崩しておらず、事態が複雑化している。欧州航空産業に対する補助金問題は 2004 年から 15 年にわたって続いている問題であり、いわゆるトランプ政権の発作的な動きではないが、同政権の保護主義志向の強さも相まって話が大きくなりやすくなっている面はありそうである。以下で論じるように、欧米の貿易摩擦は米中や日米のそれと比べて米国側の主張に相応の理があるという特徴がある。

～ 欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦 ～

トランプ政権における保護主義の先鋭化は世界各国に及んでおり、その少なくない部分について「言いがかり」という印象も抱かれるが、欧米貿易摩擦に関しては欧州側に非がある部分が多い。同じ対米貿易摩擦を抱える中国や日本とは大分事情が異なり、端的に言って、欧米貿易摩擦こそが「正当な貿易摩擦」としての色合いを帯びているというのが筆者の基本認識である。

例えば米中貿易戦争は次世代技術の覇権争いが高じて将来の軍事的な覇権争いまでもが視野に入る大きな話となっている。もはや通商や貿易、通貨安誘導といった経済・金融上の対立とは趣が異なる。より問題が厄介という言い方にもなるかもしれないが、少なくとも「貿易摩擦」という言葉

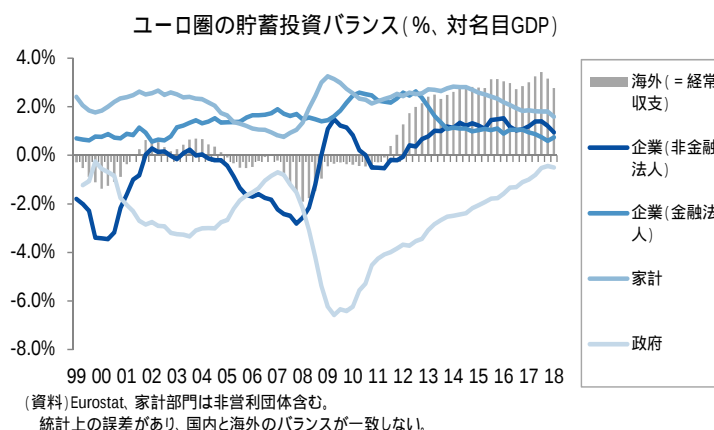
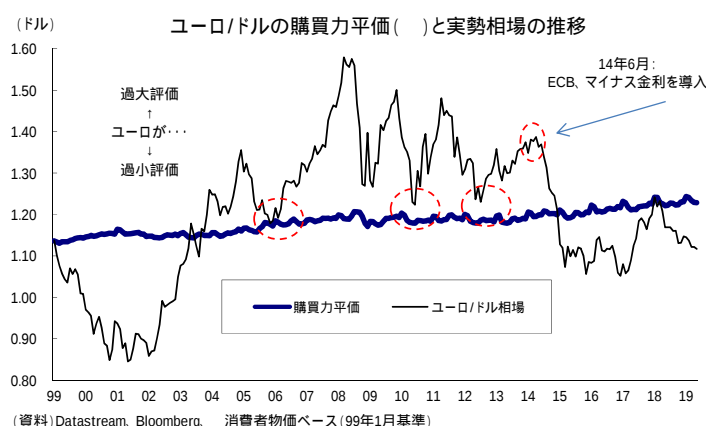
で括るほど簡単な話ではないことは衆目の一致するところであろう。なお、トランプ政権が折に触れて挙げる為替(元安誘導)の問題についても、既に経常黒字が目減りし、2015年8月のチャイナショックを経て外貨準備残高の多寡が不安視される中国は過度な通貨安を望んでいない¹。この点、「永遠の割安通貨」にフリーライドし、黒字を荒稼ぎし続けているドイツとは大分事情が異なる。

片や、日米貿易摩擦については、「日本は既に貿易黒字大国」ではないという事実が全てである。既に日本の経常黒字は第一次所得収支のそれと概ね等しい。要するに「現在の貿易」ではなく「過去の投資」の「あがり」で稼いだものであって、貿易摩擦というトピックには基本的に馴染まない。この点は先般の大阪 G20 における首脳宣言でも確認されている。恐らくは日本の主張が反映されているであろうことは会議後の本欄²でも指摘した。もちろん、対米黒字は大きいのだが、二国間の収支が不均衡だからと言って、一国の制度や経済政策の在り方にまで議論が及ぶのは無理がある。

～米国が EU を責め立てる 3 つの動機～

そうした中国や日本とは異なり、EU の対外経済部門の現状ははっきりと非難される筋合いを抱えている。少なくとも「永遠の割安通貨」としてのユーロおよびこれを最大限活かすドイツの存在、▲0.40%という非常に深いマイナス金利の存在、域内における財政出動を制約する EU 財政ルール(安定成長協定、以下 SGP)の存在という 3 点を根拠に米国が EU を責め立てる動機がある。

まず、については今や多くの説明を要しまい。共通通貨ユーロはギリシャもドイツも含めてユーロなのであり、その意味で「ユーロのフェアバリュー」というものがあるとしたら、それはギリシャにとっては高過ぎて、ドイツにとっては安過ぎる水準になるはずである。現状、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)を用いたユーロ/ドルの購買力平価(PPP)は1.20付近と試算されるが、これは「1.20でもドイツにとっては安過ぎる」ということも意味している³。だが、ユーロ/ドルに関しては、その1.20ですら長らく割り込んだ状態が続いており、ドイツ輸出企業を利する為替環境が常態化しているという事実は否めない(図)。その上で▲0.40%という非常に深いマイナス金利が採用されているわけで(の論点)、諸外国からドイツの通貨・金融政策を評価しようとすれば、近隣窮乏化政策を取って



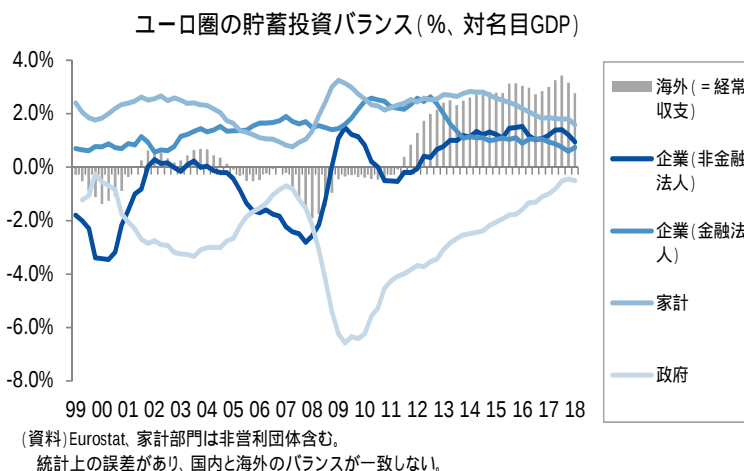
¹ 本欄 2019 年 4 月 18 日号『ドル高を容認できない中国の経常収支』をご参照下さい。

² 本欄 2019 年 7 月 1 日号『大阪 G20 を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～』をご参照下さい。

³ 一方、インフレ体質の南欧諸国の方がユーロ安を享受する理論的な正当性があるはずだが、そうはなっていないので、「1.20 は南欧にとっては高過ぎる」という現状があると考えられる。

いると見られても仕方ない面はある。図を見る限り、ユーロ/ドルが恒常的に PPP を割り込むようになった契機がマイナス金利導入である疑いは相当強い。

最後の も周知の事実であろう。政府部門が貯蓄過剰（財政黒字）という状態を維持しながら、外需に依存した経済成長を遂げようとする構図は「やれることがあるのにやっていない」という批判に繋がる。この論点は、米財務省が半期に 1 度発行する『為替政策報告書』でも言及されている点ではある。あくまで財政赤字を GDP 比で 3% 以内に収めることを要求する SGP がある限り、マクロ経済の貯蓄・



投資 (IS) バランス如何に拘らず、「財政出動は悪」という整理がなされてしまう。しかし、図示される通り、現状ではドイツに限らず域内全体を見渡しても家計・企業の両部門が貯蓄過剰となっている。本来、このような状況では政府部門による消費・投資が加速することが望まれるが SGP の存在もあって、金融危機後の同部門の貯蓄不足は解消に向かい、足許では均衡を臨む勢いにある。結果としてユーロ圏経済を支えるのは海外部門(要するに外需)という状況が固まり、現状に至る。

こうして共通通貨ゆえの不作為の競争力強化、その追い風としてのマイナス金利政策、内需刺激に消極的な政策姿勢という条件をユーロ圏は抱えている。このような状況に対してユーロ圏外の国々が不満を抱くことは当然であり、保護主義志向の強いトランプ政権であれば尚のこと反感を強めるのは想像に難くない。必ずしも「言いがかり」とは整理できない事情が欧米貿易摩擦には潜んでいることを認識しておきたい。

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
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇 & ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイトマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略