

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 5 日)

ドイツ産業空洞化とユーロ相場について

昨日はフォルクスワーゲン(VW)社の国内工場閉鎖に着目し、エネルギーコスト高騰を主因とするドイツの産業空洞化を議論した。だが、ドイツの産業空洞化に関してはエネルギーコスト以外に通貨高を理由に挙げる向きもある。確かに、名目実効為替相場で見ると、ユーロは統計開始以来のピークを更新し続けている。慢性的な通貨高が産業空洞化の一因になった日本の経緯とドイツを重ね合わせようという論調もある。だが、ユーロ相場の歴史においてそれが「最高値」であることと、ドイツにとって「高過ぎる」ことは全く別問題。ギリシャやイタリアも含めてユーロである以上、ユーロがドイツにとって強過ぎると感じるほど上昇することは理論的に想定されず。実質実効為替相場を見ても、ユーロ導入後の急騰を経て、後に欧州債務危機を経験した南欧諸国などと比べれば、ドイツの国内製造業は長い間、安定的に安い通貨を享受してきたことは明らか。購買力平価で見ても、対ドル相場は▲10%以上も割安。ドイツ産業空洞化の懸念は主に電源構成の歪みから来るもの。現政権ないし次期政権がこれに対応できるかが要諦。

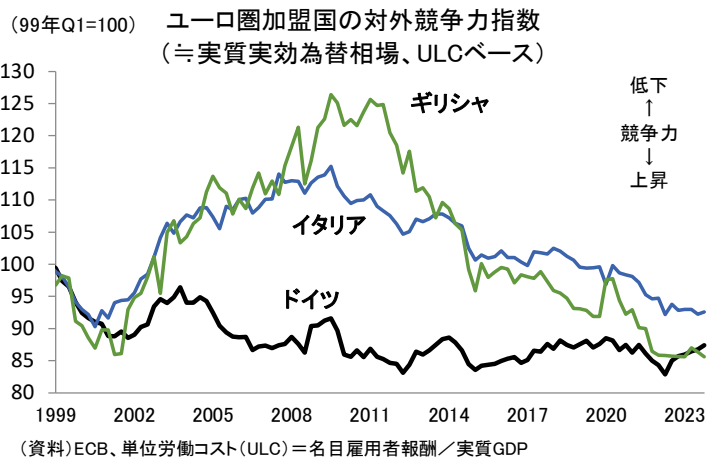
～ユーロ高とドイツの産業空洞化～

昨日はドイツ最大手の自動車企業であるフォルクスワーゲン(VW)社がドイツ国内の工場閉鎖を検討していることに絡め、ドイツにおける産業空洞化の可能性を議論した。その主因はエネルギーコストの高騰であり、これは理想に浮かれて脱原発に踏み切り、再生エネルギーなど高価かつ供給が不安定な電源構成に軸足を移した失政の結果でもあった。だが、ドイツの産業空洞化に関してはエネルギーコスト以外に通貨高を理由に挙げる向きもある。確かに、ロシア・ウクライナ戦争後の利上げ局面を経てユーロには金利が付くようになり、名目実効為替相場(NEER)は統計開始以来のピークを更新し続けている(図)。この点は主に対ドル、対円での水準しか話題にならないユーロ相場においてあまり知られていない事実である。慢性的な通貨高が産業空洞化の一因になった日本の経緯とドイツを重ね合わせようという論調も見受けられる。

だが、それは端的に「甘え」だろう。ユーロ相場の歴史においてそれが「最高値」であることと、ドイツにとって「高過ぎる」ことは全く別の問題だ。世界3位(昨年までは4位)の経済大国であるドイツにとって、「ユーロが高過ぎる」と感じる状況は起こりようがなく、近年騒がれているドイツ企業による対外直接投資(端的には海外生産移管)の加速を説明する要因として説得力は乏しい。ギリシャ



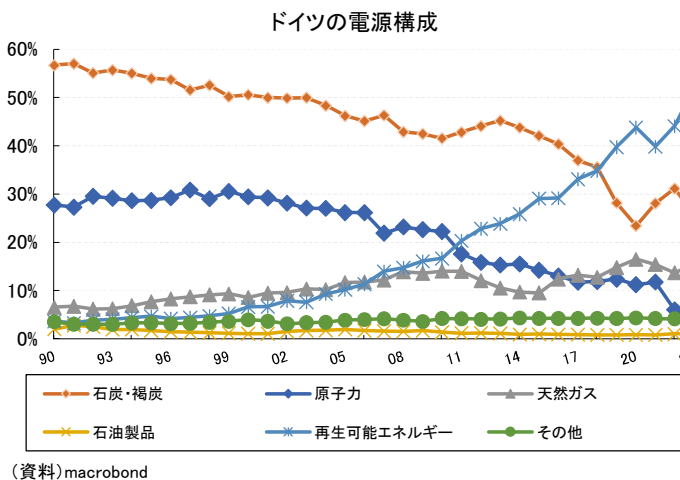
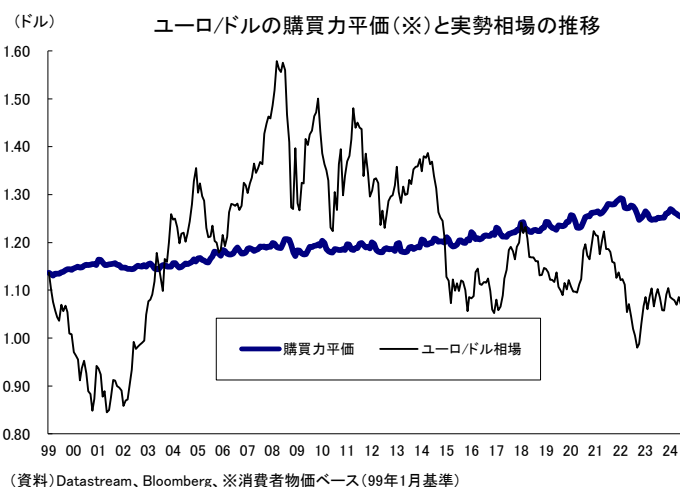
やイタリアも含めてユーロである以上、ユーロがドイツにとって強過ぎると感じるほど上昇することは理論的に想定されない。裏を返せば、仮にドイツ国内の製造業が対外直接投資を検討せざるを得ないほどユーロ高が進んでいる場合、もっと早いタイミングでイタリアを筆頭とする南欧諸国から悲鳴が上がっていないければおかしい。図はECBが四半期に1度公表する対外競争力指数(HCI)だ。これは端的にはユーロ加盟



国別で確認する実質実効為替相場(REER)であり、ここでは近年注目される人件費に着目する意味から単位労働コスト(ULC)で実質化している。図示されるようにドイツのHCIはユーロ導入後、基本的には低位安定している。導入後の急騰を経て、後に欧州債務危機を経験した南欧諸国などと比べれば、ドイツの国内製造業は長い間、安定的に安い通貨を享受してきたと考えられる。

～PPP 対比でもユーロは割安、電源構成こそ要諦～

ちなみに NEER で史上最高値にあると言っても、対ドルでの購買力平価(PPP)は1.25～1.26 付近にあり、これと比べれば現水準は▲10%以上も割安である。少なくともドイツが「高過ぎて困る」と感じるほどユーロ相場が暴騰しているとは思えず、これをもって産業空洞化の一因と論じることにはやはり違和感が大きい。そもそもドイツ輸出の4割前後は為替リスクのないユーロ圏に輸出されており、EU まで広げれば6割前後に達する。通貨高を理由にしてドイツ企業がコストをかけて国外脱出を検討するような状況はそもそも想定されない。なお、昨日の本欄でも論じたように、ドイツの場合は大量の移民受け入れの影響もあって人口減少の憂いもなく、東欧からの労働供給が見込める状況にある。産業空洞化に関し、日本の場合は語るべき論点が為替や人口動態などを中心として複数あるものの、ドイツの場合は何を置いてもエネルギー政策の問題がある。脱原



発政策を経て歪んでしまった電源構成(前頁図・下)に現政権もしくは来年の総選挙を経て生まれる次期政権が切り込めるのかどうか。対露・対中関係という外生的要因はともかく、理想に浮かれたエネルギー政策が転換するかどうか「帰ってきた病人(sick man returns)」の快復にとって何よりも大事な話になる。

金融市場部
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
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？