

ユーロ高が促すドイツ独り勝ち懸念再燃

南欧打撃、金融・不動産から ECB 次期総裁まで独集中も

2017/7/28

為替相場ではユーロ高が加速されているが、先行きユーロ圏の構造問題である「ドイツ独り勝ち」を再燃させるリスクをはらむ。過度なユーロ高は南欧に先行打撃となるほか、英 EU 離脱による金融拠点の独フランクフルト・シフトもあって、ユーロの先高見通しは金融・不動産投資の独集中を後押しさせる。独一強は 2019 年の ECB（欧州中銀）次期総裁人事でもタカ派（金融緩和慎重）志向が強い独政府の影響力を高め、ECB への出口圧力増強と独連銀出身の ECB 総裁思惑がユーロ高を長期化させる可能性も秘めている。

仏大統領の支持率急落、独仏共闘が独への従属にも

「9 月のドイツ議会総選挙ではメルケル首相の 4 選と政権盤石化が予想されるなか、同じ 9 月に日本では第 2 次世界大戦中のダンケルクの戦いを描いた映画『ダンケルク』、英蘭仏米の合作）が公開されることは偶然ながらも興味深い」――。

あるベテランの証券系ストラテジストはこのような指摘を行う。ダンケルクの戦いとはドイツ軍によるフランス侵攻時の 1940 年、フランスの港町ダンケルクでナチス・ドイツ軍に包囲された英仏連合軍の兵士 40 万人を救うため、イギリスが輸送船や駆逐艦、民間船を含めて総勢 900 隻を派遣。しかし、ドイツ敵軍 80 万人の前に惨敗し、英仏軍 40 万人の撤退作戦を展開するに至ったものだ。

おりしも現在は英国が、EU 本部＝独主導の EU を嫌気して離脱を表明した。フランスでは 5 月に親 EU を掲げるマクロン大統領が勝利し、独仏関係が強化される機運にあったが、ここに来てマクロン氏の支持率が急低下している。23 日公表の仏調査機関による世論調査では支持率が前月から -10% ポイント下落し、就任したばかりの仏大統領としては 1995 年以来の大幅な下落率となった。

背景としては緊縮財政を巡る軍部などとの対立や「庶民の味方のはずが、実際は権威的」といった失望があるが、まだ 39 歳で政治経験の乏しいマクロン氏の支持率急低下は、「百戦錬磨のメルケル独首相とは対等関係が築けず、静かに仏サイドの独従属と追従関係へと追い込まれていく」（前出ストラテジスト）可能性がくすぶっている。

その中で為替相場ではユーロ高が加速されてきた。2008 年以降のユーロ安局面では、ユーロ圏内の中で輸出競争力の強いドイツが「実力見合いでのユーロの割安さ」を武器に独り勝ちを続け、域内でユーロへの不満や分裂危機を高めてきた経緯がある。2016 年以降は欧州経済の回復もあり、ドイツの独り勝ち

問題は鎮静化してきたが、先行きユーロ高が行き過ぎると、競争力の弱い南欧諸国や病み上がりのギリシャなどの経済に先行打撃となっていく。またぞろドイツとの格差不満と、構造的なユーロの欠陥が再露呈されるリスクを秘めている。

しかも現在は英国の EU 離脱を受けて、欧州域内での金融拠点が英ロンドンから独フランクフルトへとシフトし始めた。フランクフルトには ECB（欧州中銀）の本部があり、欧州内外の金融機関にとっては利便性の高い場所となっている。その中でユーロの先高見通しは、金融機関のフランクフルト移転とあいまって、金融・不動産関連の投資マネーや便乗リスクマネーによる対ドイツ集中を加速させる。ドイツはこれまでの製造業などでの独り勝ちだけでなく、金融や不動産関連でも一極集中と一強支配が促される構図となっている。

一方でドイツに対する直接投資・証券投資の拡大や不動産などの過熱リスクは、伝統的にタカ派（インフレ警戒重視）志向の強い独政府や独連銀から、ECB に対して緩和縮小の出口戦略圧力を増強させていく。それがユーロの一段高を促し、緩和縮小との 2 重の打撃で、先行き南欧などの経済財政を悪化させるリスクを秘めている。

次期 ECB 総裁、独政府は独連銀総裁を後押しへ

ちょうど ECB に関しては、2019 年 10 月末で任期切れとなるドラギ総裁の後任人事を巡る駆け引きが始動してきた。今年 5 月にはドイツ誌シュピーゲルが「ドイツのメルケル首相ら政府首脳は、2 年半後に任期が切れる ECB 総裁の後任にドイツ人を据えたい考え」と報じている。ECB は設立以来、オランダ、フランス、イタリアの各出身者が総裁を務めてきた。同誌によると、メルケル首相とショイブレ財務相は「今度こそドイツの番だ」と主張。ECB 第 4 代総裁に独連銀のバイトマン総裁を就任させるよう働きかける見通しで、「バイトマン氏は指名を受ければ受諾する意向」（同誌）とされる。

まだ 2019 年までは時間があるものの、9 月にメルケル独首相が 4 選を固め、かたや仏ではマクロン・バブルの反動調整が続くと、「独仏共闘による EU 再結束」が「独主導による EU 支配」へと均衡バランスが崩れていく。その中でユーロ高などによるドイツ独り勝ち再強化と金融拠点のフランクフルト・シフトが進むと、次期 ECB 総裁人事は独政府が主導権を握ることになる。

結果、2019 年にかけては、独政府による ECB への影響力増強と出口継続圧力、一方でのバイトマン

氏のようなタカ派が ECB 総裁に就任する可能性が想起されてくる。あくまでも今後のユーロ圏の成長とインフレ動向次第ながら、ECB に関しては 2019 年にかけての出口と金融政策正常化の継続が意識される。

その場合、思わぬユーロ高の長期化リスクをはらむ一方、拙速出口やユーロ高打撃による欧州経済の失速、ユーロ域内の格差再拡大、対ドイツ不満の再燃による政治不安定化——といった不透明性も警戒されよう。同時にユーロ圏でのドイツ「一強」大国化と欧州支配の強まりは、1) EU と英国の一段の関係悪化、2) 中国のドイツへの擦り寄り強化と独中「強国連合」による日米の地位低下、3) 欧州域内の不協和音とロシアの欧州介入、4) ドイツと米国、ドイツとロシアの関係緊張——といった新たな火種を招くリスクを内包している。

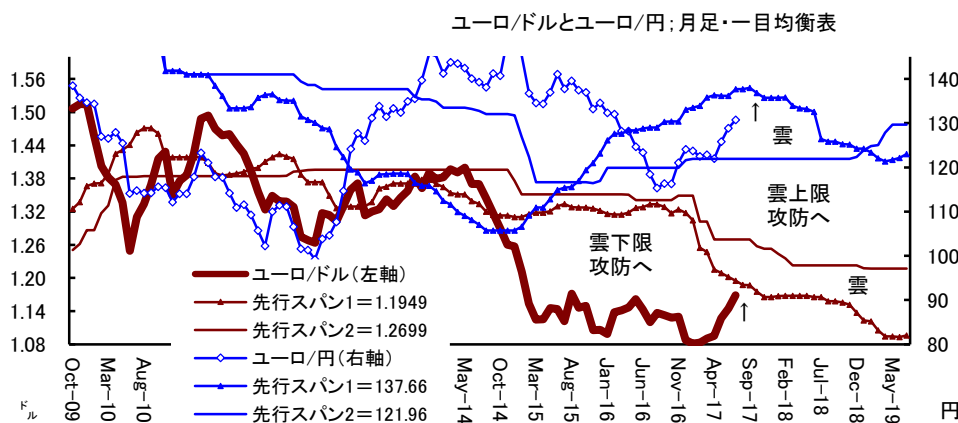
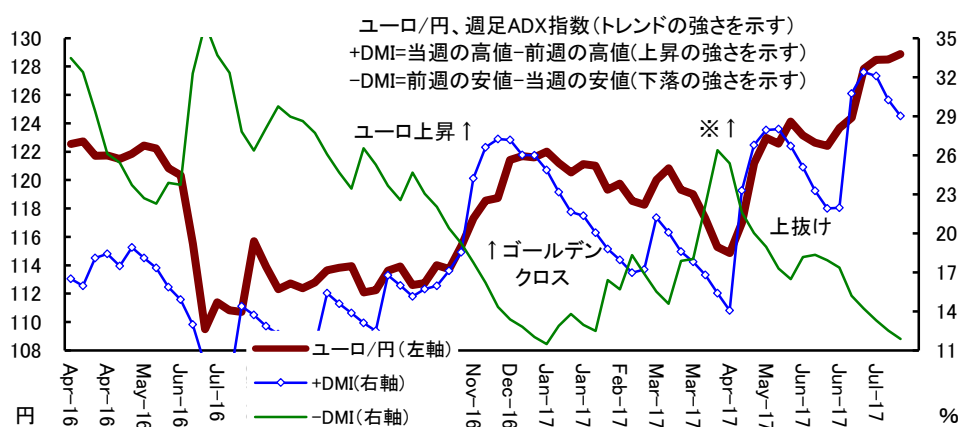
なお、ユーロ/ドルは月間高値比較の前年同月比で 6 月からプラスに転換し、7 月は 27 日時点で +5.2% のユーロ高となってきた。前回の前年比マイナスから +5% 以上のユーロ高局面としては、2013 年 6 月以降から観測されている。当時の OECD 景気先行指数では、ドイツが同月の 100.0 から 2014 年 1 月の 101.1 にかけて底堅さを示した。一方でギリシャは同月の 98.6 から 9 月にかけて 98.5 へと低迷している。

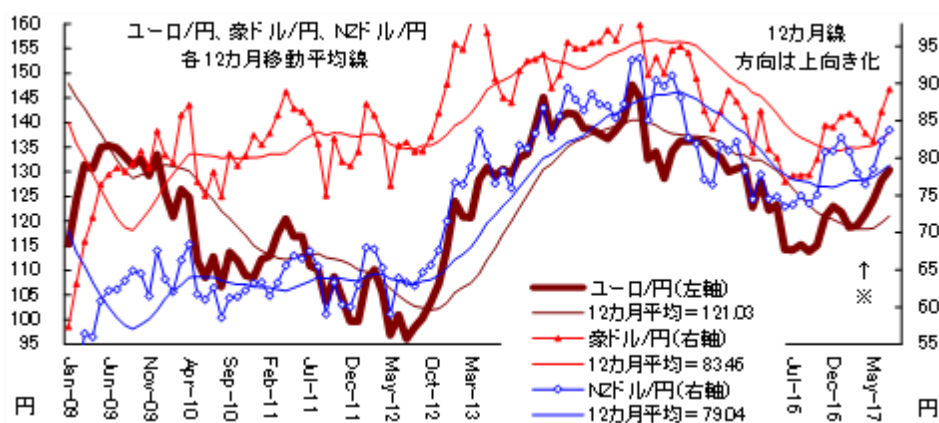
その前では 2011 年 4 月以降に、前年比 +8% 以上

のユーロ高局面があった。当時はドイツが成長ペースを鈍化させながらも景気判断の節目である 100 を 2012 年 3 月まで維持させる一方、スペインは同月の 100.1 から 2012 年 3 月には 99.2 へと落ち込んでいる。イタリアも同期間中に 101.9 から 99.0 に低下するという、ユーロ域内でのユーロ高「抵抗力格差」が観測されてきた。

もっともゴールドマン・サックスは 26 日、現状段階では「ユーロ高が欧州株式相場にとって悪い」との主張は、それほど確かなものではない」という見解を示した。同社のポートフォリオ戦略・資産配分担当マネジングディレクターは、ブルームバーグとのインタビューで、「ユーロ高が輸出サイドの重石になることはあり得るが、グローバルな成長がしっかりしている限り、その方がより重要なファクターになる」と指摘している。

日本株市場でも現状のところは、ユーロ高と欧州経済の回復が欧州関連株の物色材料となっている。日本の上場企業のうち、欧州の売上高比率や輸出比率の高い主な銘柄としては、これまでコニカミノルタ、日本板硝子、マツダ、アマダ、DMG 森精機、ダイキン工業、ブラザー工業、日立工機、日立建機、マキタ、東芝テック、竹内製作所、富士通ゼネラル、アルパイン、シスメックス、シマノ、キヤノン、アシックス、セイコーエプソン、スミダ・コーポレーション、サンデン——などが指摘されてきた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。