みずほマーケット・トピック（2014 年 2 月 24 日）

G20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて

G20 財務相・中央銀行総裁会議は「5 年間で GDP を 2%以上底上げする」との成長率目標を共有することで一致。初めて具体的な数値目標を設定したことがヘッドラインとなっているが、その実効性を真に受ける向きは少数派であり、市場の反応も限定的。目標設定自体よりも、G20 のコンセンサスが緊縮から成長にシフトした点が重要であり、特に通貨高とディスインフレ圧力に悩むユーロ圏にとっては望ましい合意。しかし、成長率目標の設定は形を変えたドイツへの内需拡大要請と思われ、初っ端からドイツ高官に一蹴されているのが現状。ドイツの貯蓄投資バランスを見ると、国内経済部門が軒並み貯蓄過剰に振れており、確かに内需拡大が求められても致し方ない。

～G20合意、実現性を心得ている市場の反応は限定的～

22日（土）から23日（日）にかけてシドニーで行われていた20か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議では、「5年間でGDPを2％以上底上げする」との成長率目標を共有することで一致した。より正確には、以下のような声明文が示されている：

- *我々は、今後5年間で、我々全体のGDPを現行の政策により達成される水準よりも2％以上引き上げることを目指し、野心的だが現実的な政策を策定する。これは、実質ベースで2兆米ドル以上の増加であり、大幅な雇用創出につながるであろう。これを達成するため（中略）G20としての具体的な行動をとる。*

この点、ホッキー豪財務相が「前例がない」と誇るように、G20として初めて具体的な数値目標を設定したことがヘッドラインとなっている。だが、そこにどれだけの意味を見出すべきかは難しい。数値こそ明示されなかったものの、2012年11月のトロントG20サミットで「先進国は少なくとも2013年までに財政赤字を半減させる」との目標設定が行われたが、結局うやむやになった経緯もある。目標設定自体よりも、G20のコンセンサスが緊縮路線から成長路線に完全にシフトした点が重要であり、特に構造的な通貨高とそれに付随するディスインフレ圧力に悩むユーロ圏にとっては望ましい方針が確認されたと言える。

しかしながら、そのユーロ圏（というよりもドイツ）からは、成長率目標に関し、ショイブレ独財務相が「この過程について政治家は保証できない」、バイトマン独連銀総裁が「問題が多い」と不満を吐露しており、今回の合意でユーロ圏に何らかのアクションを期待するのは難しそうである。後述するように、この成長率目標の設定は形を変えたドイツへの内需拡大要請と思われるが、初っ端からドイツ高官に一蹴されているのが現状である。また、「5年で2％、2兆ドル」というのもあくまで世界経済全体の話であり、どの国・地域がどの程度の按分を背負うのかは判然としない。そのため、ドイツに限らずどの程度の自己責任が各国に芽生えるのかは定かではない。一応、次回11月のブリスベン

G20サミットまでに具体的な方策が用意されるとのことだが、G20の合意で各国の裁量的なマクロ経済政策を縛ることには自ずと限界があろう。共同声明を受けても金融市場の反応が限定的であるのは、実現性を心得ているからに他ならない。

～金融政策に関しては、混乱回避を優先～
また、懸案の金融政策とそれに伴う新興国混乱に関しては以下のような声明文が公表されている:

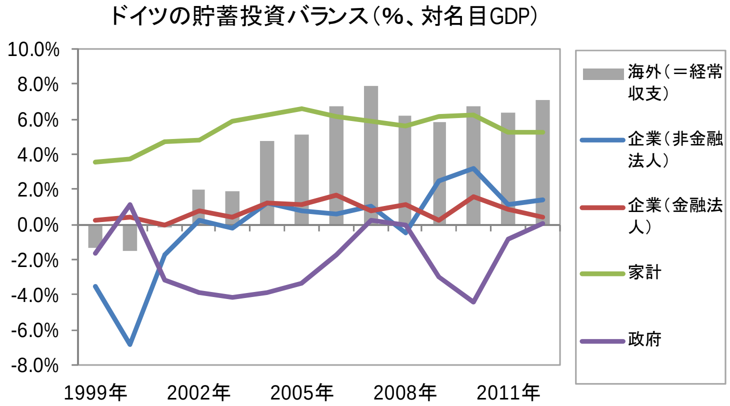
- *我々は、多くの先進国において金融政策は引き続き緩和的である必要があると同時に、物価安定と経済成長の見通しを踏まえ、然るべきタイミングで正常化すべきであることを認識する。(中略)我々の中央銀行は、金融政策の在り方については、継続的な情報交換や世界経済に与える影響への配慮との関連で、引き続き注意深く測定され、明確にコミュニケーションが行われる、というコミットメントを維持している。*

「然るべきタイミングで正常化すべきだが、明確にコミュニケーションも取れ」というメッセージであり、先進国と新興国の双方に気を配った表現となっている。昨年2月を振り返ってみれば、まず2月12日に緊急G7共同声明が出され、財政・金融政策は国内目的を達成することに向けられるべきとの認識が示された。これがアベノミクスへの牽制との見方が盛り上がり、同16日のモスクワG20共同声明でも「国内目的のために実施される政策が他の国々に与える負の波及効果をモニターし、最小化することにコミットする」との方針が確認された。要するに、国内目的で政策が運営される以上、止める筋合いがないとの認識であり、米国経済の堅調な回復に沿って資産買入れ額を縮小するFRBの方針も修正する筋合いが無いということになる。

元より、量的緩和(QE)実施時には「ドル安を輸出している」、「投機筋を焚き付けて商品価格の高騰を招いている」といった趣旨の批判が新興国から噴出していたことを思い返せば、その縮小を指差して「流動性の逆流を招いている」との批判は分が悪い。事前に懸念されていたほど先進国(というよりも米国)と新興国という対立構図が浮き彫りにならずに済んだのは市場混乱を回避することに関し、G20全体として足並みを揃えた結果だろう。G20の度に確認することではあるが、G20とは何かを決める場所ではなく現状認識をすり合わせる場所に過ぎない。

～ドイツへの内需拡大要請は必然～
なお、ドイツ高官からの不満が相次ぐのは、この成長率目標の設定、ひいては成長路線の加速がドイツの経常黒字縮小を企図した部分があるためと思われる。昨年10月公表の米為替政策報告書において批判が展開されたように、米国はドイツを世界及びユーロ圏の不均衡拡大の主因と見なしている。こうした思いを抱く米国を納得させるには、ドイツが内需を拡大するか、ドイツが域内へ資本を再分配して域内需要を拡大するしかない[1]。得てして後者の選択肢がEUレベルでの交渉を要することを踏まえれば、ドイツの財政支出拡大が最も手っ取り早い不均衡是正策となる。

[1] 本欄 2013 年 11 月 12 日号『ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大』をご参照下さい。



（資料）Eurostat、家計部門は非営利団体含む。

事実、ドイツは財政支出のアクセルを踏んで然るべき状況にある。同国の貯蓄投資（IS）バランスは実に全ての国内経済部部門（家計・企業・政府）が貯蓄過剰に振れており、海外部門の貯蓄不足（≒経常黒字）で運用する格好となっている（図は年次ベースで、2012年まで）。客観的に見ても、国内経済部門が全て貯蓄過剰というのは異様な事態であり、確かに是正余地はある。そもそもユーロ高とそれに伴うデフレを回避したいのであれば、国内ないし域内の需要を刺激することで経常黒字を圧縮することが、遠回りに見えて、最も真っ当な政策となる。

以　上

国際為替部
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に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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月21日	週末版(ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて)
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？