

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 16 日)

米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～

米財務省が公表した『為替政策報告書』では一段とドイツそしてユーロ圏へのクレーム色が強まった印象。今やドイツ率いるユーロ圏は世界最大の経常黒字圏であり、グローバルインバランス(世界の経常収支の不均衡)を拡大させる主犯格。今後の欧米の経済外交は両者の貿易摩擦を軸に注視すること。ドイツの経常黒字(対 GDP 比)は 7%を突破し、規模感で言えば 05～06 年の米国の経常赤字を凌駕。また、ユーロ圏全体でも中国を追い抜こうという状況にあって、「ドイツの黒字問題」は「ユーロ圏の黒字問題」へ色合いを変えつつある。「永遠の割安通貨」を手にしたドイツの経常黒字が減るためには 2 つしかない。1 つはドイツが財政出動で内需を刺激するか、もう 1 つはユーロ圏共同債などを通して域内全体の需要を刺激するか、である。

～ドイツ、中国がターゲット～

昨日は米財務省が『国際経済と外国為替に関する半年次報告書 (Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies、以下為替政策報告書)』を公表している。前回、昨年 10 月 30 日に公表された際にはドイツを名指して批判したことが話題になったが、今回もそのトーンは変わっていない。というよりも、一段とクレーム色が強まったようにさえ思える。

昨日の本欄 4 月 15 日号『説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～』でも述べたように、今やドイツ率いるユーロ圏は世界最大の経常黒字圏であり、グローバルインバランス(世界の経常収支の不均衡)を拡大させる主犯格となっている。そのような経済圏が口先介入で相場を安値誘導する説得力はない、という点は同欄で述べた通りである。今回の為替政策報告書は最近頻発するユーロ相場への口先介入に疑義を唱えるまでには至っていないが、巨大な経常黒字を抱えながら、ECB が金融緩和路線を強めていくようなことを米国が見過ぐすとは思えず、今後の欧米の経済外交は両者の貿易摩擦を軸に注視していくことになる。なお、これは 1990 年代の日米貿易摩擦と似る経験であり、やはり色々なところで日本化が浸透しつつあると考えざるを得ない。

報告書の「重要所見 (Key Findings)」で出てくる国名を順に挙げるとドイツ、中国、日本、韓国だが、基本的にドイツ、中国への不満が前面に出ている印象である。主だった部分を引用する：

- グローバルな調整過程において 2 つの重要な要因が欠けている又は不十分である。第一に、(経常)黒字国において GDP 成長を超える内需成長のペースが必要である。例えば、ドイツにおいては内需が GDP を上回ったことは過去 10 年でたった 3 回しかない。その調整の殆どは(経常)赤字国が国内貯蓄を増加させる(≡消費・投資を控える)ことによって賄われ、それがグローバル成長を後退させることで進展してきた。第二に、最終的に市場が決定する為替レートを達成し、為替介入及び過剰な外貨準備蓄積を控えるために、より踏み込んだ進展が必要である。

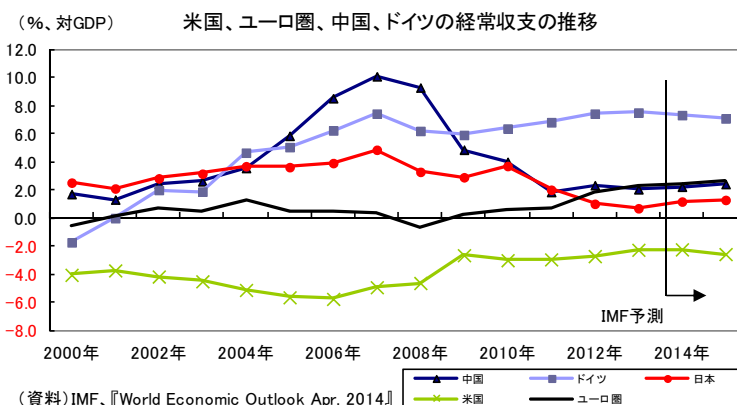
前者については「例えば、ドイツ」と名指しされているので分かり易いが、後者は言うまでもなく中国のことを指している(この後の文章を読み進めていけば自明である)。

～ユーロ圏全体にもロックオン～

なお、今回はドイツだけでなく、ユーロ圏全体の経常黒字を牽制するようなトーンも感じられる。この点、昨年10月の為替政策報告書を議論した本欄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』で「ユーロ圏全体の経常黒字を減らしたいというのが米国の本音」といった旨を指摘した通りである。いよいよドイツを象徴的な存在として、ユーロ圏全体にも批判の矛先が向かい始めたと考えた方が良さだろう。具体的には以下のような記述が見られた：

- ドイツにおいては経常黒字がGDP対比で7%を優に上回っており、昨年下半年期のGDPと比較しても伸びている。ドイツの需要成長ペースが抑制されている1つの兆候としては、ドイツの財輸入が1年で1%減少したことが挙げられる。また、主に内需縮小を背景として、周縁国における巨大な経常赤字が縮小し続けるか、もしくは、幾つかのケースでは黒字転化することでユーロ圏全体の黒字も拡大している。

報告書の指摘通り、ドイツの経常黒字は今やGDP対比で7%にも達している(図)。2005～2006年において米国の経常赤字がグローバルインバランスを拡大させていると批判されていた頃でも赤字額は米国のGDP対比で▲6%弱であったことを思い返せば、ドイツの黒字が看過し兼ねる水準に達していると思われる。また、ドイツ



は元より、ユーロ圏全体で見ても中国を凌駕しようという状況にあって、「ドイツの黒字問題」は「ユーロ圏の黒字問題」へ色合いを変えつつあるように思われる。なお、金額ベースで見れば既にユーロ圏が中国を大きく引き離すような構図となっていることは昨日の本欄で述べた通りである。

～ドイツは「永遠の割安通貨」の下でどうやって調整するのか～

昨年10月の報告書後にも同じ議論を行ったが、「永遠の割安通貨」を手にしたドイツの経常黒字が減るためには2つの方法しかない。1つはドイツが財政出動で内需を刺激するか、もう1つはユーロ圏共同債などを通して域内全体の需要を刺激するかである(後者の場合、財政出動はドイツ以外の国が行うことになる)。ドイツが痛みを覚えるほどのユーロ高では殆どの加盟国が耐えられないはずで、基本的にユーロがドイツの競争力を脅かすほど高くなることは永遠にないかもしれない。

少なくとも日本の経験を踏まえれば、巨大な経常黒字を稼ぎつつも、それにより幾度も痛烈な円

高を体験し、輸出競争力の劣化を余儀なくされてきた。そして 2011 年以降、貿易赤字が慢性化するに伴い需給が円売りに傾斜している。東日本大震災後の原発停止とそれに伴う鉱物性燃料輸入の増加が赤字拡大に寄与したのは確かだが、長年続いた円高が輸出製造業の海外進出を促すなど、産業構造の転換を迫った面も見逃せない。

要するに、ことドイツに関しては、変動為替相場を介した自動調整メカニズムが作動しないのである。今、歴史を振り返って見れば、日本では「①貿易黒字→②通貨高→③貿易赤字→④通貨安」という調整メカニズムが見られたわけだが、ドイツの黒字が通貨高経由で簡単に減らないのだとすると、それと同じことがユーロ圏で起きてくるのかは定かではない(①→②で止まってしまうかもしれない)。デフレ懸念を払拭していきたいユーロ圏にとって頭の痛い問題である。

いずれにせよ、この問題を巧く処理できない限り、米国のドイツそしてユーロ圏への追求は続くだろう。貿易取引に関し、欧米が輸出入制限など数量面での調整を望まないのであれば、価格面での調整が進むしかない。貿易取引における価格面での調整とは黒字国通貨の上昇と赤字国通貨の下落であり、ユーロ/ドル相場の構造的な強さを見込まざるを得ない。

以 上

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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	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・株市相場について～
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	燃料だけではなく「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～ブ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・ブットの芽生え?～
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～