

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 22 日)

ケアンズ G20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて

主要 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議のポイントは①為替に係る言及はなかったという点、②世界経済のテコ入れで参加国が一致したという点に注目。①は、ドル高容認との解釈が支配的だが、実質実効ベースで見る限り、現状のドル相場は依然として低水準にあって、元よりドル高を牽制する段階ではない。今後は米産業界の声に注意したいが、今の米国にとっては FRB の正常化プロセスを粛々と進めることの方が重要ではないか。また、②については引き続きドイツとそれ以外の国の溝が深そうだが、ドイツの頑なな緊縮路線とドル相場の騰勢が重なる結果として、欧米貿易摩擦へ発展する懸念はあって、来月の為替政策報告書はその試金石として注目したい。なお、日本への失望が口に出されたことが先行きの増税判断に与える影響も注視。

～ドル/円のリスクは引き続き上方に～

先週の為替相場は結局ドル全面高で引けた。ドルは対円では 110 円が視野に入り、対ユーロでも昨年 7 月以来の安値をつけている。16～17 日の FOMC で公表されたスタッフによる金利見通しを受けて、2015 年中の利上げに対する確度が高まり、これがドル買いを促している。スタッフ見通しはあくまで各メンバー見通しの総計であり、政策運営の方向感を示すものではない。だが、この先、利上げに至る以前に声明文の変更(considerable time や労働市場のスラックに係る文言の削除等)というカードが温存されていることを踏まえると、ドル/円のリスクはやはり上方と考えざるを得ない。

～G20:①為替言及なし、②世界経済のテコ入れで一致～

ところで、週末 20～21 日にはオーストラリアのケアンズで主要 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議が開催された。事前から大きな注目を集めていたわけではないが、現状の為替相場や世界経済の課題を読み解く上では相応に注目されるイベントではあった。各種報道に見られているように、①為替に係る言及はなかったという点、②世界経済のテコ入れで参加国が一致したという点がポイントかと思われる。

まず、①については、足許のドル高傾向を牽制するような言動は見られなかった。麻生財務相に対しても、109 円台まで上昇したドル/円相場に関し、為替動向はファンダメンタルズに沿った動きかとの質問がなされた

(73年3月=100)

実質実効ドル相場の歴史



(資料) FRB, 日銀、実質実効ドルはBroadベース

模様だが、ノーコメントとされており、特段の材料は見出せない。過去 1 か月にわたる円安はあくまでドル全面高の一環であり、日本側から特にコメントを発する問題ではないのは明らかである。今後、為替が何か問題になるとすれば、ドル高が米経済の足枷となるようなケースだが、過去 1 年の米経済成長において輸出が決定的な寄与を果たしているという跡は今のところ見えず、実質実効ベースで見たドル相場も特段高い水準にあるわけではない(前頁図)。むしろ FRB の正常化プロセスを粛々と進めたいのであれば、為替は論点にしたくないというのが米国の本音かもしれない。ただ、この傾向が高じていく結果、どこかで米産業界の声が障害になる可能性も念頭には置きたい。

敢えて、一方的なドル高の動きに懸念があるとすれば、それは日本なのかもしれない。本欄では執拗に議論しているテーマだが、円安コストという論点を世論がどの程度意識するかは今後の注目点となってくる。先週 19 日(金)の記者会見において、甘利明経済再生相が「急激に為替が動くことは好ましくない」と述べているが、円安が順当に進展している状況下で、牽制と取れるようなメッセージが安倍政権から発せられるのは初めてである。今年 1 月、筆者はロイターコラムに『円安が招く物価高の波紋、黒田日銀に世論の壁』と題した寄稿を行ったが、当時不安視していたシナリオが徐々に現実味を帯びているように思えてならない。円安に起因するコストプッシュインフレが生活苦の根源との認識が広まった時に、果たして「危なくなったら追加緩和で円安・株高」という王道パターンを世論が許すのかどうかは重要な論点である。

～海外の日本評価と追加増税について～

なお、①や②の論点からはやや逸れるが、G20 に絡む要人発言としてルー米財務長官が「前回のシドニーでの会合以降、ユーロ圏と日本の成長は失望させられるもので、成長見通しも下方修正された」と述べたことは目についた。ユーロ圏と同一視されることへの疑問はあるにせよ、こうした国際舞台において日本経済への失望が口にされたことは 12 月に迫った 2 度目の消費増税(8%→10%)判断に影響を与えかねない。また、最近になって、欧米経済メディアも追加増税を牽制するような論調を強めている。例えば欧州ではフィナンシャルタイムズ紙が 8 月 28 日に「Japan's consumption tax increase was a mistake」、「Abe must keep his project on track」、29 日には「Japanese economy flounders after sales tax rise」と立て続けに追加増税に対して反意を示している。また、米国ではニューヨークタイムズ紙も 9 月 10 日に「Fixes for Japan's Economy」の中で増税延期を提言している。

問題はこうした欧米経済メディアの主張が正しい・正しくない、という次元の話ではない(恐らく、これらのメディアは増税を延期しても、今度は財政危機への警鐘を鳴らす可能性がある)。但し、アベノミクスの生命線が最初から海外投資家の円売り・日本株買いにあったことを思えば、欧米の主要メディアがこのような論陣を継続的に張ることが、彼らの投資行動にも影響し、その結果、政権側としても無視することが難しくなる可能性は十分考えられる。G20 という場において、米国の財務長官から日本の経済成長について失望が口にされたことの意味は、そのような文脈で捉えたい。

～現実味を帯びる欧米貿易摩擦～

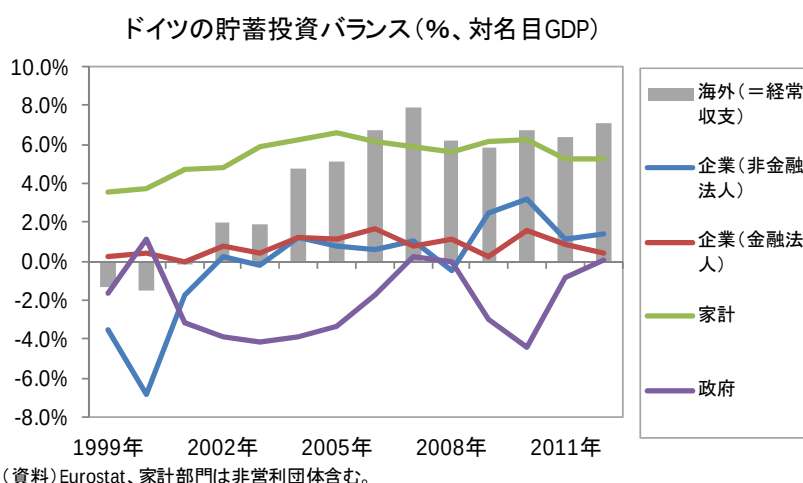
次に、②については以下のような共同声明が採択されている：

- 我々は、引き続き、債務残高対 GDP 比を持続可能な道筋に乗せつつ、経済成長と雇用創出

を支えるために、短期的な経済状況を勘案して機動的に財政戦略を実施する。我々は、成長に対する我々の財政戦略の貢献を高めるために、政府支出や税の構成及び質の変化について検討することに合意する。

今年 2 月のシドニー G20 で成長率目標 (2018 年までの成長率を 2% 上乗せ) が定められた際、本欄ではそれを「形を変えたドイツへの内需拡大要請」と述べたが、あれから半年以上が経ち、世界経済の成長ペースが鈍化したことを受けて、その要請は一段と強まったように思われる。麻生財務相も財政戦略の議論について「国によって事情は違う」としながらも、「たとえばドイツは財政収支が完全にバランスしている」と説明したことが報じられている。こうした思いは麻生財務相 (日本) だけでなく、他国においても共有されている事実ではないかと推測される。

既に報じられているように、ドイツの 2015 年の新規国債発行は 1969 年以来で初めてゼロになる見通しであり、主要先進国では突出した財政の健全性を誇る。だが、自国のみならず周辺国全般において二番底懸念が熾り、デイスインフレ傾向が強まっている状況において、殊更財政出動を渋るメリットは大きくない。貯蓄・投資 (IS) バランスを見れば一目瞭然だが



(図)、ドイツでは企業・家計・政府の国内全部門が貯蓄過剰に傾斜しており、明確に内需不足である。しかし、当のドイツのショイブレ独財務相の言動としては「追加措置をとる余地は小さいとの認識が G20 で共有されている」との旨が報じられており、依然として隔たりが見受けられる。

過去、本欄¹では近い将来、ユーロ圏の経常黒字を米国が看過せず、欧米貿易摩擦が問題になってくると述べたことがあるが、ドイツの頑なな緊縮路線が継続される中で、上述したようなドル相場の騰勢も続くとすれば、このシナリオはやはり懸念せざるを得ない。その試金石としては、まずは来月の米為替政策報告書が注目されるが、恐らくは昨年 10 月や今年 4 月に比べて、一段とユーロ圏への批判色が強いものになると予想される。

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。

¹ 本欄 2014 年 4 月 16 日号『米為替政策報告書へ滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満〜』やロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』をご参照下さい。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のシレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～曇り掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを広めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政支出はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
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～
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～