

みずほマーケット・トピック(2014年10月14日)

G20 を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～

20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では、この種の会合ではタブーである為替関連の言動が比較的目についた。背景には、今年に入ってから ECB による通貨安誘導が度を超えていると感じる向きがありそう。ユーロ圏の経常黒字が当面、世界最大を記録し続けそうなことを踏まえれば、「需要の刺激は通貨安ではなく、財政出動で行え」という思惑を米国が抱いていたとしても、それは至極真っ当なもの。なお、通貨の先安観という意味では日本もユーロ圏に匹敵するが、目下 3 年連続で過去最大の貿易赤字を記録し、経常黒字が殆ど消失してしまった日本の通貨と、世界最大の経常黒字を記録し続けるユーロ圏の通貨では「通貨安の正当性」が全く違う。今週(明日)にも発表予定の米為替政策報告書において、ユーロ圏に対するトーンがどのように仕上がってくるのかは、為替相場を見通す上でも重要な論点。欧米貿易摩擦を懸念する情勢。

～G20:ユーロ安が招いた為替関連の言動～

先週末 10 日にワシントンで開かれた 20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では世界経済がテーマになりつつも、デフインフレ懸念が強まりつつあるユーロ圏経済がひとつのテーマとして注目された。この種の会合ではタブーである為替関連の言動が比較的目についたのは、やはり今年に入ってから ECB による通貨安誘導が度を超えていると感じる向きがあるためだろう。当初欠席と見られていたルー米財務長官が出席した上で「主要国は競争的な通貨切り下げを回避するという(G7 声明などの)合意を順守する必要がある(11 日、ロイター、以下同)」と述べたのは、名指しこそしていないものの、ユーロ圏を意識しているのだろう。今の所、「強いドルは国益」という米財務省のスタンスは不変と見受けられるが、先週末公表された FOMC 議事要旨などにも現れるように、「ドル高のデメリット」は徐々に論点として浮上しつつある。今後、ECB が莫大な経常黒字にも拘らず大型の量的緩和(QE)などに踏み切り、一段とユーロ安を促した場合、ルー財務長官の発言トーンも微妙に変化してくる可能性がある。そうなった場合、ドル/円相場も無関係では済まないだろう。

先週末から週初めにかけて見られているドル/円相場の急落はあくまで米株急落に伴う円ショートポジションの巻き戻しと思われ、その背景には米国内におけるエボラ出血熱感染拡大への不安などが効いていそうである。この上で、米政策当局のドル高抑制の意図が重なった場合、やはり 106 円付近までは落ちる可能性は想定しても良いだろう(9 月 30 日発行の『中期為替相場見通し』では年内のボトムを 106 円としている)。

～米国の思惑は至極真っ当～

そのほか、ルー財務長官の発言としては「長期に及ぶ低インフレなどマクロ経済と金融面で強い逆風が続いている。短期的には弱い需要に対応し、中長期的には潜在成長率を引き上げるよう欧州

の首脳は政策を調整すべきだ。より力強い成長を実現するために需要と供給面の改革を同時に進める必要がある(11日、ロイター)」といったものが報じられているが、明らかに目先の不況対応として財政出動を行えというユーロ圏(≒ドイツ)への要請である。さらに、ルー財務長官は「とりわけ、対外収支が黒字で、財政が世界の調整を支援できる柔軟な状況である国に課された義務だ」とも述べており、どう考えても世界最大の経常黒字国であるドイツが念頭にある。後述するように、ユーロ圏は当面、世界最大の経常黒字圏で在り続ける公算が大きく、「需要の刺激は通貨安ではなく、財政出動で行え」という思惑を米国が抱いていたとしても、それは至極真つ当なものと考えられる。

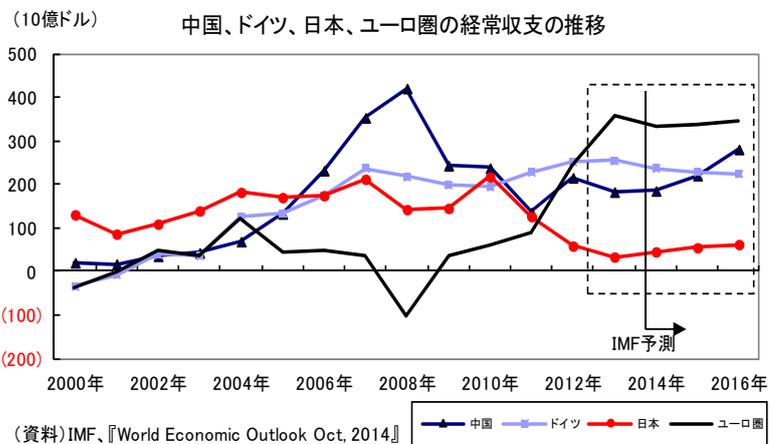
～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～

なお、通貨の先安観という意味では日本もユーロ圏に匹敵するが、目下3年連続で過去最大の貿易赤字を記録し、経常黒字が殆ど消失してしまった日本の通貨と、世界最大の経常黒字を記録し続けるユーロ圏の通貨では「通貨安の正当性」が全く違う。日本の円は落ちるべくして落ちているが、ユーロ圏のユーロは力づくで下落している印象が強い。もちろん、両通貨が下落している根底にはFRBの政策正常化という大前提が横たわっているものの、今年に入ってから ECB の立ち回りを踏まえれば、「ユーロ安は全て米国(ドル高)が原因」という理屈も些か無理があるだろう。ドラギ ECB 総裁をはじめ、ECB 高官は殊更、欧米の経済ないし金融政策格差がユーロ安の真因であるかのような言動を繰り返しているが、政策格差拡大は事実によせよ、それはFRBだけでなくECBの立ち回りも多分に影響しているはずである。9月の利下げ直後、ノボトニー・オーストリア中銀総裁はそれが為替誘導を目的としたものであることを吐露したが、マイナス金利を筆頭とする一連の政策がユーロ相場の押し下げを意識したものでは全くないと言い張るのはかなり難しいと言える。

この点、2013年4月4日以降、基本的に静観を決め込む傍らで通貨が下落している日銀とは対照的であり、ドル/円相場の底堅さは基本的には需給環境に支えられた自然な動きと言える。ユーロと円で比較した場合、「通貨安の正当性」を巡る正当性は完全に円に軍配が上がる状況にあって、ルー財務長官の口からさほど円安批判めいたメッセージが出なかったことは首肯できる。

～やはり欧米貿易摩擦が論点に～

本欄では欧米貿易摩擦の可能性を案じつつ、米国がユーロ圏の通貨安や経常黒字を非難することの必然性を想定してきた¹。G20 とタイミングをほぼ同じくして公表された IMF 世界経済見通しによれば、2011 年以來、中国を凌駕してきたドイツの経常黒字に関しては、2015 年には再び中国と並び、2016 年には追い抜かれる見通しとなっている(図)。だが、ユー



¹ 例えば本欄 2014 年 4 月 16 日号『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～』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。

口圏全体で見れば、その間も世界最大の黒字が続く見通しであり、理論的に言えば、通貨としてのユーロが下がることは許容され得ない状況である(昨今のデフインフレ状況を踏まえれば尚更である)。ECB が行ってきた露骨な口先介入やマイナス金利といった明示的な通貨安政策はこうした文脈の中で行われていることを理解すべきであり、不当な通貨政策を行使し続けているとの批判を受けても致し方ない面がある。

今週(明日)にも発表が見込まれる為替政策報告書において、ユーロ圏に対するトーンがどのように仕上がってくるのかは、為替相場を見通す上でも非常に重要な論点であり、日米貿易摩擦の調整を強烈な円高で支払う羽目になった日本の経験が思い返されるところである。

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、确实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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
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
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～伸び悩み実質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」に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	「国際金融のジレンマ」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～量み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	国際収支や対内対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を込めつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プ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～財政出動はもはや義務～
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～