

みずほマーケット・トピック(2015 年 2 月 12 日)

イスタンブール G20 を終えて～為替と財政への含意～

トルコのイスタンブールで 2 月 9～10 日にわたって開かれた 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は 10 日、共同声明を採択して閉幕した。基本的には昨年 9 月のケアンズ G20 と大きく異なる内容ではなかったが、為替相場と財政出動に関しては引き続き重要なコンセンサスが示されたと考えられる。為替相場についてはルー米財務長官の「米国の労働者や企業が公正な競争環境を確保できるよう注力しており…」といった発言も報じられており、ドル高懸念はやや高まった印象も。財政出動の必要性については相変わらずドイツの責に帰する部分が大きく、1 年前から G20 はドイツ包囲網会議の様相。IS バランスなどを見る限り、徹底的に内需を締め上げ、外需を絞り取るように経済・金融政策を運営しているというのがドイツに対する客観的評価とならざるを得ない。米国がいつまでこの状況について黙認するのかは注目。なお、日本に関しては、通貨安による外需刺激がそもそも奏功していない以上、批判される筋合いはない、というのが実情。

～イスタンブール G20: 為替と財政に関するコンセンサス～

トルコのイスタンブールで 2 月 9～10 日にわたって開かれた 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は 10 日、共同声明を採択して閉幕した。基本的には昨年 9 月のケアンズ G20 と大きく異なる内容ではなく、目下のギリシャ情勢に比べれば取引材料としての存在感は薄かったと言わざるを得ない。但し、為替相場と財政出動に関しては引き続き重要なコンセンサスが示されたと考えられる。特に、後者のコンセンサスがほぼドイツ単独に向けられたものであり、その動きが欧州を低迷から救い出す上での唯一にして最大の特効薬であることは本欄でも繰り返し述べてきた。

まず、前者の為替相場に関し、声明文は「我々は、我々の以前の為替相場のコミットメントを遵守し、保護主義に対抗する」と明記し、引き続き対外競争力を強化する目的での通貨切り下げを牽制している。だが、米国の本音はやや複雑化し始めていそうである。ロイターは米財務省高官の話として、ルー米財務長官が「米国の労働者や企業が公正な競争環境を確保できるよう注力しており、いかなる国も輸出押し上げに向け為替レートを活用すべきではない」と強調した経緯を報じている(2 月 11 日、ロイター)。一部の米企業決算がドル高によって圧迫され、しかもインフレ率の押し下げまで鮮明化している中、米国がどこまでドル独歩高を許容し得るのかはやはり今年の注目点の 1 つである(同時に円安シナリオのリスクでもある)。ブルームバーグは 10 日、パドアン・イタリア財務相の「主要通貨ではファンダメンタルズをより適切に反映するための再調整が進んでいる」といった発言を報じているが、「(ドル独歩高は)米国一強となっている世界経済の映し鏡でしかない」というのが現状の G20 の総意であり、米国はその総意を辛うじて受容している状況と見受けられる。

だが、G20 声明のメッセージの肝は、「内需刺激に尽力する限り、金融緩和も許容され、それに付随する通貨安も仕方ない」という点にあるかと思われる。この点、後述するように内需刺激に配慮

しない一方で、金融緩和・通貨安・経常黒字のループに入っているユーロ圏(≒ドイツ)は明らかに声明文に反している。これが相変わらずの G20 における財政出動要求に繋がっている。

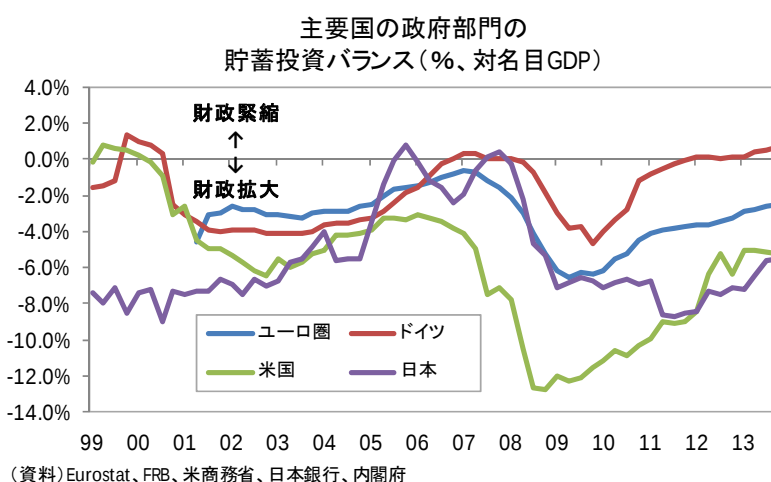
～財政出動の必要性は欧州で明らか～

財政出動の必要性に関し、今回の声明文では「財政政策は信認の構築及び内需の支えの双方において重要な役割を果たす」との理解に立った上で、「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政策を実施する」といった合意に至っている。上述した「内需刺激に尽力する限り・・・」という部分を担保するのが財政出動になってくるわけだが、ドイツはこの点に関し、協力する気は見せていない。昨日(2月11日付)の日本経済新聞朝刊は『G20、揺らぐ強調:米独にすきま風』といった紙面において、ショイブレ独財務相の不機嫌な様子を報じていたが、G20 がドイツ包囲網会議のようになっていたのは1年前のシドニーG20 からであり、すきま風は常に吹き続けているというのが実情である¹。

本欄 2015 年 2 月 3 日号『独走するドイツの経常黒字が意味するもの』ではドイツの経常黒字が今年も拡大する見込みであることを取り上げたが、一国の貯蓄・投資バランス(IS バランス)が「(民間貯蓄-民間投資)+(政府貯蓄-政府投資)=海外部門の貯蓄過不足」で算出される以上、経常黒字(海外部門の貯蓄不足)は内需不足(国内部門の貯蓄過剰)の結果と読み替えられる²。ドイツからすれば経常黒字は自国の高い競争力の賜物と主張されるが、実際、これほどの黒字を積み上げながら通貨は上昇するどころか(ギリシャのおかげで・・・)下落しており、非ユーロ圏(≒米国)からすれば市場メカニズムを無視した競争力強化が行われているように映る。この上、緊縮財政が奏功して今年は財政黒字まで実現する見通しである。こうした状況を総括すれば、徹底的に内需を締め上げ、外需を絞り取るように経済・金融政策を運営している、というのがドイツに対する客観的評価にならざるを得ない。

～IS バランスで見る欧州の間違った政策運営～

IS バランスを見ることで如何に欧州が間違った政策運営を行っているかが分かる。政府部門の IS バランスに関し、日米独及びユーロ圏を比較してみると、既に均衡財政に達しているドイツは元より、ユーロ圏全体もそれに引きずられるように財政緊縮方向に政策が運営されてきたことが分かる。そうした政策の「方向感」は米国や日本に関しても同様だが、現時点(図最新時点は14年9月末)の「水準」で比較した場合、政府部門の貯蓄不足(ここではラフに「財政出動の程



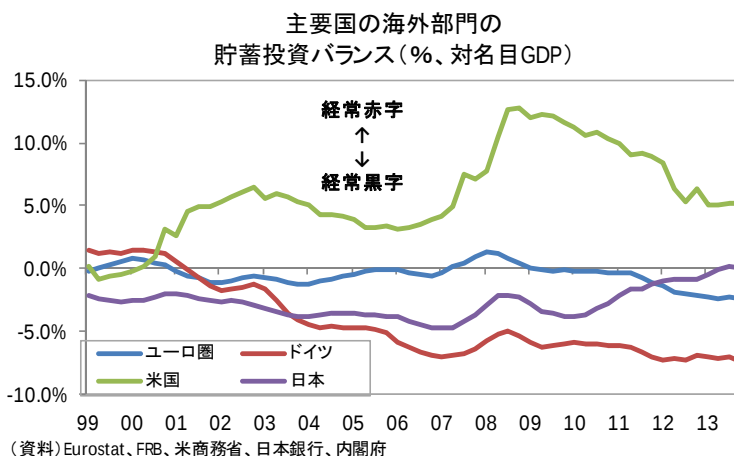
¹ 詳しくは拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』の第1章(P.80～82)をご参照下さい。

² この概念は「国内部門の貯蓄過剰は海外部門が貯蓄不足となって需要してくれる」と考えれば分かりやすい。

度」と理解されたい)は名目 GDP 比でドイツが+0.7%、ユーロ圏が▲2.5%であるのに対し、米国が▲5.2%、日本が▲5.5%となっている。一概には言えないが、経済規模対比の財政出動規模に関し、ユーロ圏は日米の半分程度のイメージしかないということになる。もちろん、このような政策運営であってもユーロ圏の実体経済が日米対比で堅調ならば問題はないが、周知の通り、ユーロ圏はもはや世界経済最大のリスクと目されており、当初有り得ないと考えられていた消費者物価指数(HICP)のマイナス化まで至っている。

出来ること(財政出動)があるのに、それを出し惜しんで低迷し、そこから脱出するために通貨安(と経常黒字)を使おうとしている現状を米国はいつまで許すだろうか。なお、今回、量的・質的金融緩和(QQE)で円安になっていることに関し、黒田日銀総裁は「日本の金融政策に対する批判も、円安についての議論もなかった」と述べているが、これも IS バランスの現状に照らせば自然である。

上述したように、政府部門の貯蓄過不足に関し、日本と米国は概ね並んでおり、喫緊では消費増税の先送りを決めただけである。なにより円安になったからと言って海外部門の貯蓄不足(≡経常黒字)は増えておらず、むしろ著しく減少している(図)。通貨安による外需刺激がそもそも奏功していない以上、批判される筋合いはない。そのような日本の状況とて決して誇れるものではないが、国際経済外交の舞台で逆風が吹いているのは明らかにユーロ圏の方である。



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、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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(OBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
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」～
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～)