

みずほマーケット・トピック(2015年4月13日)

米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～

先週9日公表された米為替政策報告書のポイントは①どちらかと言えばドル高容認の姿勢が見受けられること、②財政出動の要請が強いことの2点。これは昨年10月と同様であり、米通貨当局の姿勢が前回から大きく変わったとは言えない。昨年来のドル高に関しては米国の強さとそれ以外の国の弱さのコントラストが表出したものという整理になっており、他國中銀の緩和策で不当な通貨高を押しつけられているという姿勢は見られていない。そもそもドル高の大半がFRBの正常化路線に呼応した動きだとすれば、通貨高の源泉は自国のマクロ経済政策にあり、他国の緩和路線を糾弾するにも限界がある。FRBの面子を保つために、「利上げ着手までは静観」というのが米財務省のスタンスだとすれば、10月報告書では従前のトーンが変わってくる可能性もある。

～6月利上げには「出来なくなる前に1回やる」との思い～

先週10日の為替相場はドル相場が続伸する展開で、本日にかけては対ユーロでは1.05台で推移している。依然、市場では最速6月利上げの観測も燻っており、10日にはラッカー・リッチモンド連銀総裁による6月利上げを支持するような発言が材料視された。だが本欄では引き続き、6月の難易度は高く、「最速9月、順当で12月」をメインシナリオに考えている。FOMC議事要旨を見てもメンバー内の利上げ見通しは割れており、一部では年内見送りの主張まで出ている。インフレ率が停滞する状況下、元より正常化に手をつける道理は小さく、最初の1回は慎重に打つというのが普通の発想に思われる。もちろん、「対話を始めた以上、1回はやらなければ格好がつかない」という論点も信認維持の観点から軽視されるものではなく、「出来なくなる前に1回やる」という理屈ならば6月利上げも否定しきれない。だが、そのような正常化は往々にして失敗に終わる可能性が高い。

～米為替政策報告書のポイント～

ところで先週9日には米財務省から『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、以下単に報告書)』が公表されている。報告書の公表タイミングは元より政治日程などに左右されがちだが、前回は10月15日、その以前が4月15日と最近では市場が想定する「4月・10月の15日」を目途に公表されてきた。そのため、今回の公表タイミングはやや早く、虚を突かれた格好である。今週16～17日にはG20財務相・中央銀行総裁会議(ワシントン、以下同)、17～18日には国際通貨金融委員会(IMFC)、17～19日にはIMF・世界銀行春季年次総会と重要な国際イベントが続くことが影響しているのかもしれない。

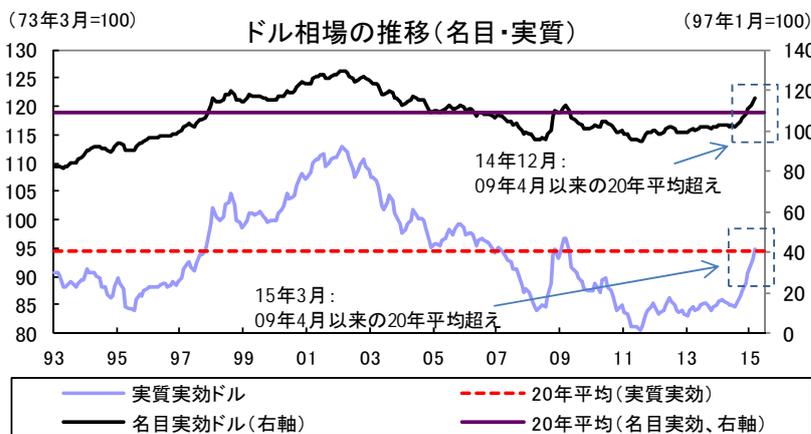
報告書冒頭『重要所見(Key Findings)』から得られるポイントは①どちらかと言えばドル高容認の姿勢が見受けられること、②財政出動の要請が強いことの2点であり、これは10月と同様である。米通貨当局の姿勢が前回から大きく変わったとは言えない。昨年来のドル高に関してはあくまで、

米国の強さとそれ以外の国の弱さのコントラストが表出したものという整理になっており、ECB を筆頭とする他国中銀の緩和策で不当な通貨高を押しつけられているという姿勢は見られていない。この点、前回報告書の公表直後に日銀のハロウィン緩和(10月31日)を受けて円相場が急落し、年明け1月22日にはECBの量的緩和(QE)によってユーロ相場が急落したことなどを踏まえると、非常に穏やかなトーンが貫かれたという印象を受ける。

今回も為替操作国認定を受けた国はおらず、特に大事に至る展開はなさそうだが、「マクロ経済政策に対しバランスの取れたアプローチが必要な大幅な黒字を有する国」としてドイツ、中国、日本そして韓国が名指しされている。そこで『各国経済の分析 (ANALYSES OF INDIVIDUAL ECONOMIES)』に目をやると、最も紙幅を割かれているのが(いつも通り)中国で、その次が日本、その後にユーロ圏や韓国というイメージとなっている。なお、『重要所見』で国別分析の要約が紹介されている順番で言えば、ユーロ圏、日本、中国、韓国となっている。恐らく、「紙幅の多さ=問題意識の高さ」というよりも、要約が紹介されている順番が「報告書の強調したい優先順位」と考えた方が良いかもしれない。但し、日本が「大幅な黒字を有する国」と指摘されていることはやや解せない。『重要所見』部分を読めば分かるが、上述の指摘を受けた国・地域のうち、日本以外は皆、経常黒字の金額やそのGDP比に言及があるが、日本については単に「内需の弱さが不安」と指摘されているだけである。後述するように、これは「内需の弱さを金融政策だけでなく財政政策でも補完せよ」という意図であり、暗に「円安一本槍政策は適切ではない」という本音を汲み取るべきなのだろう。

～依然透けて見える「まだ決して高くはない」という思い～

まず、①のドル高容認姿勢に関し見ていくと、通常、『為替市場におけるドル(The Dollar in Foreign Exchange Markets)』の項が参考になる。とはいえ、同項に割かれた紙幅は極めて小さく、殆ど昨年来でドルがどの程度上がったかという説明に終始している。昨年10月報告書では同項で「2016年にかけて、米国経済の成長率はユーロ圏及び日本のそれを1～2



(資料)FRB、Broadベース

ポイント上回る事が期待される。それは投資家にとって米国資産をより魅力的にするものである」といったような、明らかにドル高容認と思しき記述が見られていたが、今回はこのような表現は見られていない。報告書全体のトーンとして通貨高を受け入れる方向性には変わりはないが、通貨当局として許容できる上昇幅が相当に削減されたことは言えるかもしれない。とはいえ、同項は最終的には「ブロードベースの(実質)実効ドル相場は2000年代初頭のピークを優に下回ったままである」といった表現で締められており、結局、「まだ決して高くはない」という意図は感じられる。図示されるように、遂に実質実効ドル相場は先月、2009年4月以来の長期(20年)平均超えを果たしており、為替水準の面では既に金融政策の正常化完了を織り込んだ格好である。

～各国経済の分析:日本経済及び円相場に対する評価～

上述したように、報告書の核となる『各国経済の分析』では日本について多くの紙幅が割かれている。「増税後の内需落ち込みは政府の予想以上」、「2014年第4四半期の内需は2013年第4四半期の水準を約1.5%下回る」といった趣旨から始まっているように、内需の脆弱性にスポットライトが当てられている。その後、「輸出への過度な依存を回避し、内需に牽引された回復をサポートすべく、政府はバランスの取れたマクロ経済政策アプローチを追求すべきである。その一方で、長期成長率を引き上げるのに必要な、意義のある構造改革を促進すべく一段と努力すべきである」とも書かれていることと合わせ見れば、結局は「内需の弱さを外需で補うことに終始するべきではない」ということになり、量的・質的金融緩和(QQE)を介した円安一本槍戦略を快く思っていない様子が窺える。表立ってQQEを非難しているわけではなく、むしろ評価する姿勢が示されているが、財政政策が引き締めめ(contractionary)であることにははっきりと反意を示しており、「2014年がゼロ成長になったことを踏まえれば、自重(hold)すべき」と述べられている。

なお、肝心の為替相場に関し、円相場の水準について明示的な意見を見せているわけではないが、どちらかと言えば行き過ぎた円安への配慮が見受けられる箇所もあった。具体的には以下のような記述である:

- ドル/円相場が102円だった昨年7月のIMF4条協議では、実質実効円相場は中期的な経済ファンダメンタルズと概ね合致していると評価された。その一方で日本の経済政策に対する主たる変化や、為替変動とIMF評価に影響を与える変数間のラグ(遅れ)を踏まえると、評価には非常に大きな不透明感があると述べられた。あれ以来、日本の貿易加重平均した実質為替相場は9%下落している。

「9%下落している」からどうなのかといった所見までは述べられていないが、こうした見解を踏まえる限り、米財務省は円相場に関し、「中期的な経済ファンダメンタルズと概ね合致している」水準から乖離が生じている可能性を気にかけているのかもしれない。なお、日本に対する同項は「環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)の合意は農業や医療サービスといった成長を支え得る分野の規制緩和など、国内改革に結びつく重要なステップになる」といったメッセージで締められており、TPP合意と米国の為替政策をリンクさせて議論させる向きにとって思惑を招きそうである。

～各国経済の分析:ユーロ圏経済及びユーロ相場に対する評価～

なお、ユーロ圏に対する記述は事前の思惑が強かっただけにやや素っ気ない印象は受けるが、それでも批判的なトーンはやはり弱くはない(元々2013年以降で表現が強められてきた経緯があり、これが横這いになっているという理解が正しい)。昨年来のユーロ相場の急落に関しては経済見通しの循環的な(対米比較での)乖離やユーロ圏の金融政策への依存が招いたものという整理になっている。ユーロ圏の政策運営に関しては、「ユーロ圏の政策担当者が需要の伸びをサポートするにあたって、使用可能な政策を全て使っていない」ことが劣後した成長率の原因であると指摘され

ている。金融政策への依存が言及されていることを踏まえれば、「使用可能な政策を全て使っていない」の意味は端的には「財政政策を出し惜しみしている」ことに尽きるだろう。

目下世界最大の黒字を記録している経常収支への言及はやはり見られており、「イタリアやスペインそしてその他周縁国が少額の黒字に転じている一方で、これに対応した黒字削減はドイツやオランダなどで進んでいるわけではない」と指摘されている。特に、ドイツに関しては2014年の経常黒字が3000億ユーロ、GDP対比では前例のない(unprecedented)7.8%に到達したことが挙げられている。住宅バブルが絶頂に達し、米国の経常赤字の持続可能性が疑われた2006年ですら、GDP比で5.8%の赤字であったことを踏まえると、不均衡の程度という意味では既にドイツは当時の米国を凌駕しているという見方もできる。この点、「財政政策を使ってもっと内需を刺激せよ」という報告書の指摘は至極真っ当なものである。

本欄では幾度も議論してきたように、このドイツに牽引されたユーロ圏の経常黒字問題は今後の世界経済が抱える大きな問題の1つである。「経常黒字増→通貨高→輸出減→経常黒字減」といった変動相場制に期待される自動調整機能に関し、日本は幾度も経験してきたがドイツは殆ど経験しないで済んでいる。何らかの形でユーロ圏の内需が復活し、輸入経路から収支の調整を図らない限り、黒字は際限なく膨らみかねない。このドイツにまつわる「永遠の割安通貨」問題は、中東やロシアといった地政学リスクが漂う間は報告書でも見逃される局面が続きそうだが、理論的にはかなり歪(いびつ)な状態が放置・膨張されていることは念頭に置くべきである。

理想的にはドイツが財政出動により自国の内需を刺激することは言うまでもなく、ユーロ圏共同債の発行などを介し周縁国が内需を刺激すれば、ユーロ圏全体での過剰な経常黒字は調整が進むことになる。報告書でも余裕がある国は財政出動を行うべきと述べた上で、「ユーロ圏の金融、経済そして財政の一段の深化が調整をサポートする」として同項が締め括られている。

～「通貨高(ドル高)の源泉は自国」という歯がゆさ～

以上、今回の米為替政策報告書で示された全体感と日欧へのスタンスを中心に整理してみたが、現時点で米財務省があからさまなドル高懸念が有しているということはなさそうである。冒頭述べたように、あくまでドル高は「米経済の相対的な強さの裏返し」という整理となっており、不当に押し上げられたということにはなっていない。そもそもドル高の大半はFRBの正常化路線に呼応した動きだとすれば、通貨高の源泉は自国のマクロ経済政策にあるわけで、他国の緩和路線を糾弾するにも限界がある。糾弾された国からすれば「そんなに通貨高が不快ならばFRBに言え」という言い分も成り立つわけで、米財務省としても歯がゆさを覚えているのではないかと推測する。FRBの面子を保つために、「利上げ着手までは静観」というのが米財務省のスタンスだとすれば、利上げ着手後の発表となるかもしれない10月報告書では従前のトーンが明確に変わってくる可能性もある。

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4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場を基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
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～
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、改め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～続々所得面の悪化～
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】「中期為替相場見直し」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)