

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 1 日)

G7 を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～

G7 財務相・中央銀行総裁会議では、麻生財務相が円相場のボラティリティ上昇に絡めて懸念を表明する場面などが見られたが、G7 全体として為替に対する問題意識は特段示されず、少なくとも今回の G7 を終えた現時点では「米通貨政策としてドル高はまだ許容可能」というのが為替市場の整理となっている。最近の円安はあくまでドル高の一環としての円安であるため、本邦政府高官の発言を含め、日本側からのアクションが奏功しにくいのが実情。米財務省のスタンスがドル高容認から変わらない限りにおいては「ドル高で困る米国以外の国・地域があるか」という事実が重要だが、この点、日本は「これ以上の円安は困る」という本音がありそうな一方で、欧州は「通貨は安ければ安いほど良い」という状況。実質実効ドル相場の構成比などを踏まえても、米国がドル高を牽制せず、欧州が通貨安を望むのならば、円安反転は難しい。しかし、米国がいつまでもドル高に黙っているとは思えず、現状は容認というよりも我慢しているのが実情と思われる。

～現状では「ドル高はまだ許容可能」という整理に～

28～29 日、ドイツで開催されていた 7 か国 (G7) 財務相・中央銀行総裁会議は 29 日閉幕した。為替市場参加者が注目していたドル高に対する各国の反応については、麻生財務相が記者会見で円相場のボラティリティ上昇に絡めて懸念を表明したものの、G7 全体として為替に対する問題意識は特段示されなかった。その他、ギリシャ問題への懸念も議論の俎上に上がり、同タイミングではラガルド専務理事が独紙へのインタビューにおいてギリシャのユーロ離脱可能性を肯定するという動きも見られたが、G7 として何らかの合意形成をすることはなく、共同声明の採択も行われていない。

G7 の合間を縫った記者会見で麻生財務相は 124 円を突破したドル/円相場に関し、「荒い動きがあると思っているが、今後も市場の動きを注意深く監視していきたい(5 月 29 日、ロイター)」とけん制めいた発言を行ったが相場の下押しには殆ど効かなかった。それよりも G7 閉幕後に「為替の議論は G7 会議では出ていない(29 日、日本経済新聞)」と述べたことの方が材料視され、一時 123 円台にあったドル/円相場が再び 124 円台へ回復するきっかけとなっている。それが真実かどうかは別にして、少なくとも今回の G7 を終えた段階では「米通貨政策としてドル高はまだ許容可能」というのが為替市場のコンセンサスになった印象がある。

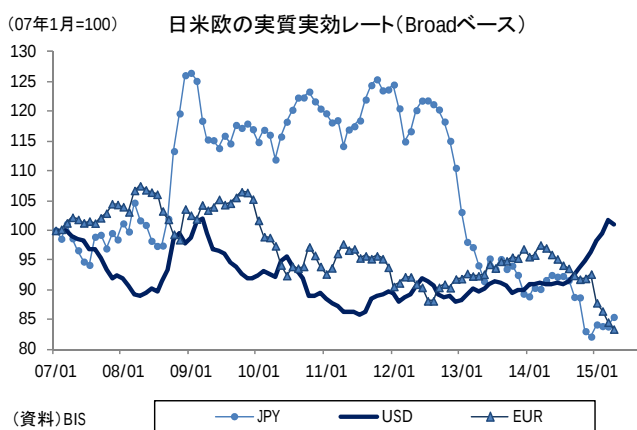
～ドル高、交差する三極の思惑～

先週の本欄で議論したように、ここもとの円安はあくまでドル高の一環としての円安であるため、本邦政府高官の発言を含め、日本側からのアクションが奏功しにくい面がある。とすれば、米財務省のスタンスがドル高容認から変わらない限りにおいては(後述するように心底容認しているわけではないと思われるが)、「日本を含む非ドル圏からの声がどれほど強いものか」、より具体的には「ドル

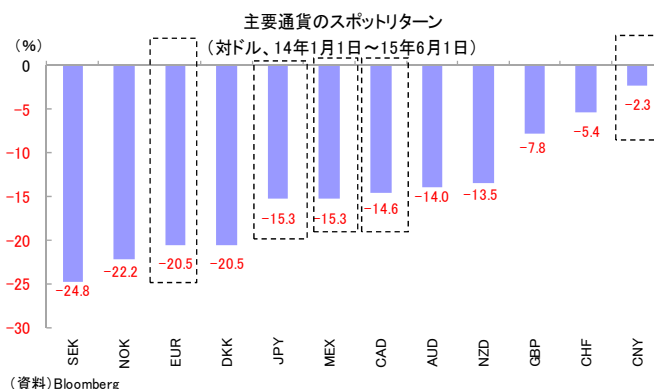
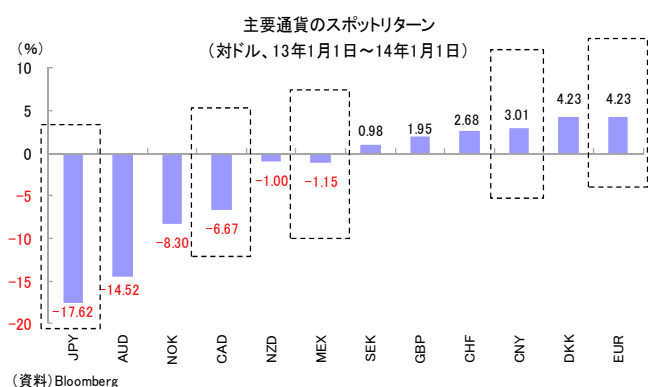
高で困る米国以外の国・地域があるか」という事実が重要になってくる。そして最終的には G7 や G20 といった経済外交の舞台にそのような思惑がどの程度反映されてくるかで、為替市場における各通貨間の力学が変わってくることになる。

この点、日米欧三極の事情を踏まえれば、日本の通貨政策に関しては「これ以上の円安は困る」という本音が昨年来、暗に滲み出ているのは周知の通りである。本欄 2015 年 5 月 27 日号『7 年 10 か月ぶりの円安・ドル高』を受けて』でも述べたように、原油価格に底打ちの兆しが見られる以上、もはやこれ以上の円安は交易条件悪化を通じて海外への所得流出を加速させ、実質所得の毀損が景気を下押しするだろう。2014 年下半期に景気が急減速したのは消費増税の反動に限らず、円安を受けた購買力の劣化も影響しているはずである。

一方、欧州にしてみれば「通貨は安ければ安いほど良い」という状況であり、敢えて G7 でドル高・ユーロ安に警鐘を鳴らし、寝た子を起す必要はない。近年のユーロ圏の経常収支状況を踏まえれば、米国から欧州への踏み込んだ批判はいつ生じても不思議ではなく、一触即発の状況が続いている。インフレ期待及び実際のインフレ率がようやく浮揚し始めた今、欧州の口からわざわざ為替をテーマにすることは有り得ないだろう。



図からも明らかなように昨年来のドル相場上昇は基本的にはユーロ相場下落にけん引されたものである。この間、確かに円相場も下落しドル相場上昇に寄与したが、2013～2014 年にかけて円相場が急落した際にはドル相場の上昇幅は限定的だった。これはそれと時を同じくしてユーロ/ドル相場が上昇していたからであり、結局は実質実効ドル相場において高いウェイトを占めるユーロの動向がドル相場全体の動きを規定したのが過去 1 年の潮流と言える。



より具体的には、BIS 公表の実質実効ドル相場 (Broad ベース) における国別ウェイトは中国 (人民元) が 20.9%、ユーロ圏 (ユーロ) が 17.4%、カナダ (カナダドル) が 13.3%、メキシコ (メキシコペソ) が 11.5%、そして日本 (円) が 8.8%だが、2013～2014 年においてはウェイト 1 位、2 位を占める人民元とユーロが対ドルで上昇しており、これが円の急落のみならずカナダドルやメキシコペソの対ドルでの下落を中和した (上図・左)。だが、今次ドル高局面に関して言えば、これら高ウェイトの通貨

が軒並み対ドルで下落しており、特にユーロの動きが突出している(上図・右)。米国がドル高に対しより踏み込んだ牽制を行わず、欧州もこの状況が心地良いという構図では、日本の事情如何に拘わらず、顕著な円安反転は難しいように思われる。実態は知る由もないが、少なくとも先週の G7 を巡る報道から察する限り、日本のドル高への警戒感はやや孤立している印象もあった。

～もちろん、米国が黙っているとは限らず～

もちろん、米国がこのまま黙っているとは限らない。むしろ、現状は「容認」しているというよりも「我慢」しているというのが実態と推測される。過去 1 年のドル高は明らかに各通貨とドルとの間にある金融政策格差を映じた動きであり、為替政策報告書もこの点は認めている。ドル高が自国の金融政策運営に根差している以上、他国の通貨安を批判するにも自ずと限界はある。しかし、ドル高がもたらす米企業決算への悪影響が本格的に米株価指数の下落となって現れ始めた場合、米財務省のスタンスも変わってこざるを得ないだろう。株が影響を受けるような局面では当然、FRB の正常化への歩みも止まるはずである。先週 29 日の 1～3 月期 GDP (2 次速報値) は純輸出だけで▲0.7 ポイント弱もの下方修正となり、天候要因もあったとは言え、ドル高がマクロ経済に影響し始めていることは間違いない。ドル高が米通貨・金融政策の方向感に影響する蓋然性は高まっている。

また、株が下がるまで米財務省が黙っているとも限らない。率直に言って、現在の FRB が利上げを目指しているのは「(前任者が)対話を始めてしまったから」という側面が強いように思われ、今一つロジックがはっきりしない。そもそもドル高を通じて景気が減速し、ラグを伴ってインフレ率が伸び悩んできそうな現状を踏まえれば、急いで利上げする理由がない。初回利上げまでは FRB の面子を尊重して米財務省も黙っていそうだが、その後は実体経済への影響を踏まえ、率直なスタンスを表明してくる可能性もある。仮に 9 月に利上げするのならば、10 月の為替政策報告書のトーンはやや踏み込んだものになるかもしれない。

いずれにせよ、基軸通貨を司る米国の意に沿わない方向に世界の為替相場が動くことはない。ドル高が米経済の重石となる兆候が増えている以上、ドル高トレンドはどこかで止まらざるを得ない。筆者はそのタイミングとして「利上げ着手」を想像しており、それゆえに、2015 年が円安・ドル高シナリオの分岐点になるのではないかと考えている。

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5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
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？～
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 月利上げの芽は潰えたか～
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	円相場の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、量的緩和と政策(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	イエレン議長証言を終えて～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～ハロウィーン・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