

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 21 日)

米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～

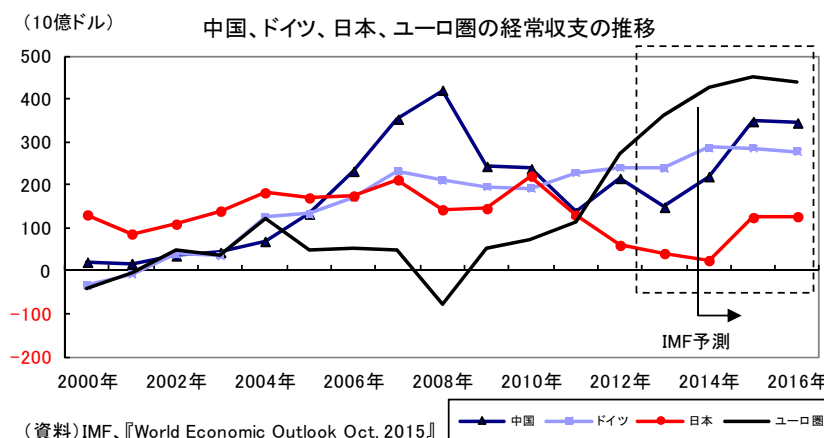
米財務省より為替政策報告書が公表されている。ユーロ圏、中国、日本について論点を整理すると、ユーロ圏はドイツに特別な役割があることが強調され、中国は人民元の過小評価に係る表現が若干後退、日本は円の過小評価についてやや気になる表現が見られた。特に、円については IMF 以外の推計でも過小評価となっている状況に言及があり、少なくともドル/円相場に関しては米財務省の琴線に触れる閾値が近くなっている恐れも感じられる。報告書全体としてあからさまなドル高けん制とはなっていないが、ドル相場は名目・実質共に長期平均を優に超えており、サブプライム以前の高値を窺う展開にある。既に、実体経済の各方面でドル高の悪影響が指摘される状況下、来年以降も米財務省が現行のドル高相場を許容し続けるのは難しくなりつつある。

～日銀会合を前に円高は進まず～

昨日のドル/円相場は堅調推移が続いた。本日から明日にかけては ECB 理事会、来週には FOMC 及び日銀金融政策決定会合が控える中で相場を大きく張るのが難しいという地合いと見受けられる。だが、少なくとも日銀の追加緩和に関して疑念が払拭し切れない以上、今後 1 週間はリスク回避ムードが高まるような地合いでも殊更円高に進むことはないだろう。昨日及び一昨日の本欄でプレビューを行った通り、筆者は ECB 理事会、日銀政策決定会合共に現状維持を予想する。

～米為替政策報告書:強まるドイツ批判～

ところで一昨日には米財務省より半年次に一度の為替政策報告書が公表されている。いつも通り、「重要所見(key finds)」に着目すると、最初に言及されているのはユーロ圏であり、依然として域内成長の構図が歪(いびつ、uneven)と言及されている。特に、経常収支については域内全体の黒字が 2015 年には GDP 比で+3%に達するとの見通しに



言及があり、経常黒字の大きな国が積極的に投資ひいては内需を刺激するために強い行動(≒財政出動)に出ることが域内の調整プロセスを機能させるために必要といった旨が説かれている。

国別分析の項に目を移しても「ユーロ圏は金融政策に過度に依存し過ぎている」、「内需、特に依然弱いままである投資に対してサポートを与えるべく、財政・構造政策を含めたよりバランスのと

れた政策ツールを採用することが賢明」などの提言が見られている。こうした政策によって域内でのリバランス(internal rebalance)が図られるとしており、特にドイツが特別な役割を担うと釘を指している。巨大な経常黒字と強い財政状況にも拘わらずドイツの内需成長が安定していないことにも苦言を呈しており(1～3 月期が前期比年率+2.3%となった後、4～6 月期は同+1.3%へ減速)、とにかく民間消費をはじめ、同国の弱い内需に苛立ちを覚えている様子が透けて見える。

なお、GDP 比で+8%以上という異様な規模に達しているドイツの経常黒字は IMF の測度に照らして 5～15%ほど過小評価された同国の実質実効為替相場がもたらしたものと断じている。為替政策報告書がドイツの抱える「永遠の割安通貨」問題について、正面から指差したのはこれが初めてである。ユーロ圏全体で見た調整プロセスは効果的に進んでおらず、もしドイツが内需刺激に踏み切ればより進捗するはず、といった見方も示されている。また、そうして内需を支えることが、外需減退に対するドイツ経済の保険とも主張されている。徹頭徹尾、域内不均衡の調整プロセスが進んでいないこと、そしてその責任の大きな部分はドイツにあることを指摘している。

～中国:元安批判はややトーンダウン～

なお、懸案の中国に関しては引き続き相応の紙幅が割かれており、「重要所見」では「新たな為替政策アプローチの導入並びにそれが実務的に如何に機能していくかを注意深く監視している」とし、8 月 11 日以降に導入された、市場連動を意識する新たなレジームに対しても当面は注視する姿勢を見せている。米財務省は、これまで人民元の上昇をもたらしてきた諸要因(経常黒字に代表される強い対外バランス、大きく改善した交易条件、海外からの対外直接投資)は健在であるとした上で、国内経済を現状のような投資主導ではなく家計消費主導に切り替えていくべきと述べている。そしてこのプロセスにおいては購買力を向上させる通貨の上昇が必要であり、短期的な人民元動向について評価を与えるのは難しいとしながらも「中期的な適正水準から見ればまだ過小評価(below its appropriate medium-term valuation)」との評価を下している。しかし、今年 4 月まで「著しく過小評価(significantly undervalued)」からすれば、ややトーンは後退している。2010 年 6 月以降、実質実効ベースで見れば+30%以上上昇した人民元相場の現状について、評価が一步前進した格好と言えそうである。国別分析の項に目を移しても、IMF が人民元に関して、もはや過小評価とは言えないと考えていることを引用しつつも、依然として中国のファンダメンタルズは堅調である旨が終始確認されていた。

しかし、8 月 11 日の実質切り下げ以降、中国の通貨・金融政策で起きていることは資本流出に伴う過度な通貨安を抑制するための人民元買い・ドル売り介入であり、当局の政策圧力はむしろ元高方向にある。この過程で資本規制強化も行われているわけだが、つまり現状では米国や IMF が推奨する資本規制の緩和を進めると元安が進み、資本規制の強化を進めると元高が進むという状況にある。こうした状況下で米国が一段の元高を要求していることに関し、どのように解釈すべきなのかという複雑さは覚える。市場メカニズムを絶対正義とするのであれば、足許から目先にかけて発生すべきことは元安ということになるはずである。

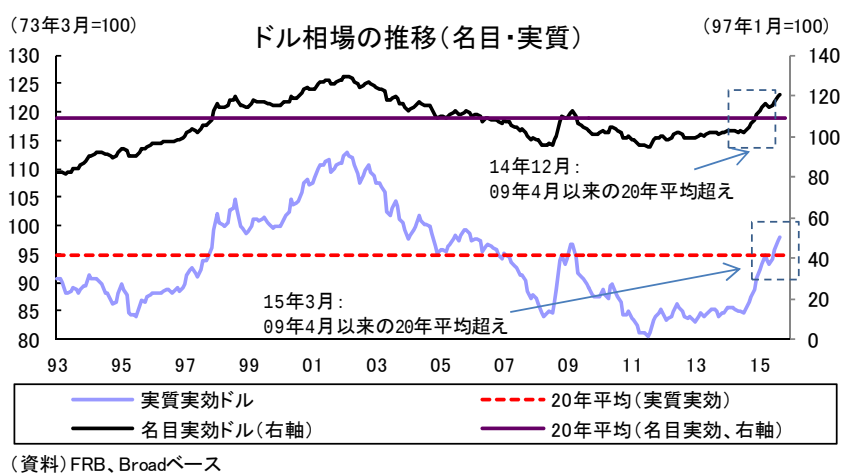
～日本:円安はもはや我慢の限界?～

円については、重要所見において、拙速な緊縮策が回復を抑制しデフレ脱却を脅かしているとの

指摘が見られるも、全体の中での紙幅は大きいものではない。但し、国別分析の項を含めて、日本については「財政出動の可能性を改めて検討し、金融政策への過度な依存を避け、ひいては円安による外需依存成長を回避すべき」といったトーンが根強いことが分かる(その他 TPP を皮切りとする構造改革推進も強く求めている)。そこで円相場に対する記述に目をやると、まず日銀の積極的な緩和政策と対米経済格差によって、円相場は対ドルで押し下げられているとの見方が示されている。その上で、今年7月に発行されたIMFの4条協議による対日審査報告書の「円相場は経済のファンダメンタルズと整合的な水準よりも“やや過小評価”」といった評価を引用しており、その他推計においても幾分かの過小評価が指摘されている、との見解を示している。今回の為替政策報告書においてとりわけドル高けん制があったとは思わないが、少なくともドル/円相場に関しては米財務省の琴線に触れる閾値に踏み込んでいるということではないだろうか。

～そろそろ我慢の限界？～

なお、米財務省のドル相場へのスタンスが表れやすい「The Dollar in Foreign Exchange Markets」の項では「2014年6月以降、ドル相場は急騰している」との事実確認に止まっており、その理由としてはあくまで相対的に強い米経済の現状と展望が言及されている(他国の不当な通貨安誘導への指弾はない)。その後も先進国ないし新興国



の通貨に対し広く上昇したことでドル相場は実効ベースで見ても上昇したという事実が確認されているが、現状について具体的な評価を与えることはしていない。とはいえ、以下に引用するように、ちょうど1年前(2014年10月)には積極的なドル高容認と見られる表現があったし、今年4月時点でも実質実効相場(REER)に照らした上での、ドル高余地を容認するような表現が見られた。今回、これに該当しそうな表現は無い。こうした表現の変遷をみると、そろそろ「我慢の限界」が近づいているような印象も受ける:

- **【14年10月】**2016年にかけて、米国の成長率はユーロ圏及び日本のそれを1～2ポイント上回ることが期待される。それは投資家にとって米国資産をより魅力的にする。
- **【15年4月】**「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」
- **【15年10月】**※該当表現なし。敢えて言えば「2014年6月以降、ドル相場は急騰している」との表現あり。

ちなみに、現状のドル相場を実効相場から評価すると、名目・実質共に長期平均を優に超えており

(上図)、サブプライム以前の高値を窺う展開にある。既に、実体経済の各方面でドル高の悪影響が指摘される状況下、来年以降も米財務省が現行のドル高相場を許容し続けるのは難しくなりつつあるように思えてならない。

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10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCIに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
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