

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 1 日)

上海 G20、為替見通しへのインパクトについて

2月25～26日にかけて開催された上海 G20 財務相・中央銀行総裁会議が為替相場見通しに与えるインパクトを整理。結論から言えば、見通しを大きく変更するほどの含意があったとは言えず、大勢に影響は無いと思われるが、関連報道まで含めて考えれば、円高・ドル安見通しの確度を高める材料と考えられる。声明文自体には様々な解釈があり得るが、総じて昨年9月のアンカラ G20 を引き継いでいるように見受けられる。問題はダイセルブルーム・ユーログループ議長による一連の発言だが、そもそもユーロ圏を差し置いて日本が通貨安問題で槍玉にあがることには強い違和感を覚える。金融政策変更を事前通知する枠組みなどが現実的とは思えず、報道はある程度割り引いて考える必要。だが、同報道を受けて日銀追加緩和の難易度が増したとの思惑が強まっており、ドル/円相場は実際に下押しされている。既存の円高・ドル安見通しは据え置きたい。

～上海 G20 の為替見通しに対する影響～

今後1年(16年3月～17年3月末)のドル/円相場見通しに関しては昨日、『中期為替相場見通し』を発行した通りであり、レンジとしては「104～115 円」を見込んでいる。しかし、発行タイミングの問題もあり、先週2月25～26日にかけて開催された上海 G20 財務相・中央銀行総裁会議に関し、筆者の所感を十分盛り込めていないゆえ、本日の本欄ではそのインパクトについて簡単な考察を与えておきたい。結論から言えば、為替見通しのレベル感を大きく変更するほどの含意があったとは言えず、大勢に影響は無いと考えている。敢えて言えば、円高・ドル安見通しの確度を高める材料と整理できるものだろう。

まず声明文における為替関連部分は以下の通りであった(財務省による仮訳から引用)：

- 我々は、為替レートの変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを再確認する。我々は、為替市場に関して緊密に協議する。我々は、通貨の競争的な切り下げを回避することや競争力のために為替レートを目標とはしないことを含む、我々の以前の為替相場のコミットメントを再確認する。我々は、あらゆる形態の保護主義に対抗する。我々は、政策に関する不確実性を軽減し、負の波及効果を最小化し、透明性を向上させるために、マクロ経済及び構造問題に関する我々の政策行動を注意深く測定し、明確にコミュニケーションを行う

この表現自体は昨年9月4～5日に開催されたアンカラ G20 から大きく変わるものではなく、為替に関する「定番の文言」とも言える(むしろこうした文言が無かった方が特殊な意味を持ってしまうくらいだろう)。なお、「機動的に財政政策を実施」といった文言を重視する向きもあるが、これもアンカラ G20 からの引き継ぎであり、新しい表現ではない。G20 というプラットフォームはあくまで国際経済

情勢を「評価」する場所であって、何らかの施策を「決定」する場所ではない以上、参加 20 か国の最大公約数的な結論しか見出せない。事前に分かっていたことである。

但し、先週の本欄¹でも述べたように、年初からの混乱が中国の「高過ぎる人民元問題」にある以上、その大幅切り下げを何とか軟着陸させる必要がある。そのためには実現可能性は低いにせよ、何らかの形で国際的な政策協調は望まれるところであり、例えば G20 開催中に G7(もしくは米国、ユーロ圏、日本、中国で G4?)が開催され、中国版プラザ合意などに至る展開は一縷の望みとしてはあった。とはいえ、そうした期待が市場期待の中心だったとは思えず、G20 声明を失望して円高・株安になったという評価は後講釈に過ぎるように思われる。

～事前通知方式は通貨戦争を可視化させるだけでは・・・～

しかし、声明文自体に意外感はなくとも、これに付随する報道には目を見張るものがあつた。既に話題になっている通り、ダイセルブルーム・ユーログループ議長の発言として以下のようなものが報じられている(2月27日、ブルームバーグ及びロイターより引用)：

- 正直に言って、日本についても討議された。競争的な通貨切り下げの状況に陥るのではないかと多少の懸念があつた(ブルームバーグ)
- 他が追随し、競争的な切り下げとなるリスクは非常に大きい(ブルームバーグ)
- 通貨安が真に国内のマクロ経済的理由を動機とした金融政策の結果なら、各国はサプライズを招かぬよう、確実に連絡して相互に相談する必要がある(ブルームバーグ)
- 不意を突かれることがないようにしたいという点がポイントだ。これは競争的な通貨切り下げを避けることに加えて、G20 の追加的なコミットメントだ(ロイター)

俄かには信じがたい踏み込んだ発言である。「日本についても討議された」の“も”が声明文に記載されるような「一般的なテーマに加えて」ということを意味しているのか、それとも日本以外の国で通貨安誘導を懸念される国が存在し、それと共に議論されたのかは定かではない。しかし、ブルームバーグ記事について英語版を見ると、ヘッドラインは「Japan, Not China, Emerges as Currency Worry at G-20 Meeting」であり、完全に日本が狙い撃ちされたかのような印象を受ける。

各国において独立性が担保されている中央銀行が政策決定するにあたって事前に他国へ「お伺い」を立てるような仕組みが本当に実現されるとは思えないが、ロイター記事によれば『情報交換は「G20 の枠組み」で実施し、「有効な場合」は国際通貨基金(IMF)を通じて行う』とある。例えば、日米欧ならば6週間毎に開催される会合の政策決定に関してG20という大所帯で事前合意を目指すというのだろうか。関係者が多ければ情報は漏れやすくなり、市場の攪乱材料になり得る。本末転倒の誹りを免れない展開も考えられよう。また、事前通知するということは、その後に行われる政策会合の議論は形骸化しているということにもなりかねない。さらに言えば、他国へ「お伺い」を立てた結果、「止めて欲しい」と言われれば止めるのだろうか。有り得ないだろう。こうした枠組みを現実的に実施するには、相当慎重に着地点を見定めておく必要がある。

非常にラフな想定だが、仮にA国が金融緩和して「通貨Aが下がります」ということをB国に事前

¹ 本欄 2016 年 2 月 22 日号『中国版プラザ合意へ燦る期待について』をご参照下さい。

通知した場合、通貨 B が上昇しないためには B 国が金融緩和をやり返すしかない。もちろん、当該案がどれだけの具体性をもって検討されているか不明であり、まだ詳細も分からないため評価が難しいが、事前通知方式は通貨戦争を可視化させるだけにも思われる。

ちなみに、ECB は国際的な合意ではないにしろ緩和にあたっては確かに「予告」する傾向にあり、それゆえ「緩和策への期待→ユーロ安」という相場つきが見られている。例えば昨年 10 月の緩和予告を受けてユーロ相場が急落した。しかし、その一方では人民元の名目実効相場が押し上げられ、これが年初の人民元大幅切り下げに繋がったと言われている。結局、事前通知しようとしまいと、為替市場はゼロサムなのであり、どこかの国が金融緩和を行えばそれで通貨高になる国が現れる。これを事前説明することで分かって貰おうというのは、かなり楽観的な想定に思われる。

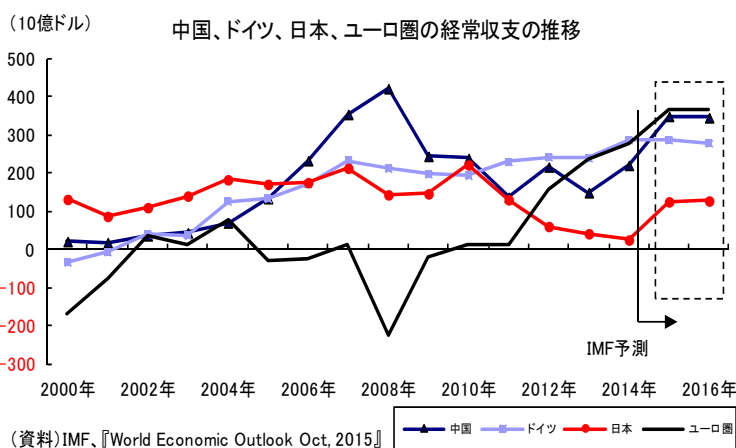
～ユーロ圏だけには言われたくない～

最も疑問を覚えるのは何故、ユーロ圏のトップが通貨安問題に関してこれほど堂々と主張を展開できるのかという点である。本欄では長らく論じてきているように、通貨安批判に関しては「ユーロ圏だけには言われたくない」という客観的事実がある。経常黒字や実質金利といったファンダメンタルズ要因に素直に従うのであれば、ユーロは上昇して然るべき通貨である。実際、2013 年以降でユーロは幾度も

上昇基調に入りかけたが、その都度、ECB による緩和で押し下げられてきた経緯がある。中国よりも巨額の経常黒字を稼ぐユーロ圏が通貨高を受け入れず、それどころかいち早くマイナス金利を導入し、その拡大を志向しているという現状はどう考えても筋に合わないものである。最も通貨安批判を受けるべきはユーロ圏と言っても過言ではない状況がある。

一方、日本は、2011 年以降、6 年連続の貿易赤字であり、昨年は過去最大の対外証券投資が出るなど、円安は需給面から十分正当化されるものと言える（但し、その水準はフェアバリューに照らしてオーバーシュートしており、反転注意というのが筆者の見方である）。確かに、実質実効円相場は未曾有の円安水準にあるが、これとて FRB の正常化路線が進捗していたからこそ実現した動きである。現に、マイナス金利を導入してからの円相場は世界経済への不安、ひいては FRB の利上げ路線後退を受けて騰勢を強めており、日本主導で円安相場が形成されているとの事実はない。ダイセルブルーム議長がコメントした経緯なども詳しくは不明であり、このニュースに関してはある程度割り引いた上で、相場の材料と考えるべきかもしれない。本日は石原経済再生相による「日本が為替で議論になったとは聞いていない（3 月 1 日、ロイター）」とのコメントも報じられている。

ちなみに、仮にダイセルブルーム議長が述べたような議論が本当に G20 で行われていたとしても、敢えてメディアに発信する必要はないだろう（発信すれば円高になることは容易に想像がつかのだから）。「不意を突かれることがないようにしたいという点がポイント」と言っておきながら、思い切り円



高を煽った行為にはやはり疑問に思う部分大きい。

～筆者メインシナリオにとっては追い風～

なお、仮に事前通知方式が国際的な合意になったとしても、それが拘束力を持つわけではないだろう。あくまで国内経済目的という大義の下、黒田日銀が必要に応じて躊躇なく追加緩和に踏み込むというスタンスは変わらないだろう。実際、昨日に中国人民銀行(PBoC)は追加緩和に踏み切っている。しかし、市場では既に「日銀は動きにくくなった」との思惑が強まっており、実際にドル/円相場を押し下げる動きが見られている。それゆえ、今回の上海 G20 やこれに係る報道が筆者のドル/円相場見通しへ持つインパクトを敢えて述べるのであれば、メインシナリオである円高・ドル安見通しの確度を高めることに寄与する材料という整理になるだろう。

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
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分))を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリタ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
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?～
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～株価が実質買金か～