

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 13 日)

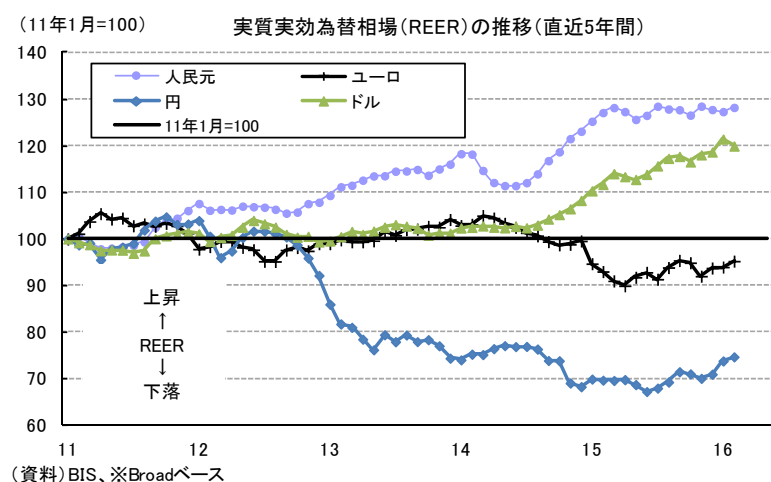
通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)

最近の為替市場では通貨安競争回避という単語を見聞きしない日が殆どない。今の世界経済は明らかにドル安を介した国際協調が必要な情勢と見受けられ、現状認識で求められる最適解は FRB の利上げ停止、ECB 及び日銀における緩和停止、そして中国当局による資本規制強化といった G4 の軟着陸に向けた政策協調だろう。実質実効為替相場(REER)で見た場合過去 5 年(2011～2015 年)で最も世界の通貨高の按分を引き受けてきたのは米国と中国であり、その一方でユーロ圏と日本は通貨安の按分を享受してきたのは確か。足許で起きていることは、単なるこれらの巻き戻しとも言える。しかし、日本やユーロ圏が金融緩和を自重し、ある程度の通貨高を受け入れなければならないのは事実だとしても、その上で日本とユーロ圏の立場は決して同じものではないとの認識も重要。客観的事実だけを捉えれば、ユーロ圏、とりわけドイツに関しては「外需をむしり取って安定を得ている」と指差されても致し方ない状況。

～現状から導き出される最適解は～

明日からワシントンで開幕される 20 개국・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議を前に、通貨安競争の回避が主要議題となるのではないかと報道が目立つ。足許に限らず、最近の為替市場では通貨安競争回避という単語を見聞きしない日が殆どない。回避へ向けた努力が強調されるほど、現状が通貨安競争に酷似する環境に陥っている証左と思わざるを得ない。昨日の本欄でも言及したように、今の世界経済は明らかにドル安を介した国際協調が必要な情勢と見受けられる。少なくとも米中経済の安定を企図した場合、FRB が利上げに邁進し、ECB や日銀が金融緩和を繰り返す状況はドルの独歩高を招くだけであり、必然、これに連動して人民元相場も押し上げられることになる。その結果がある日突然の人民元大幅切り下げであり、これを受けた金融市場の反応がどうなるかは今さら説明を要しないだろう。こうした現状認識の下で導き出される最適解は FRB の利上げ停止、ECB 及び日銀における緩和停止、そして中国当局による資本規制強化であり、これら G4 の軟着陸に向けた政策協調が求められるのが現状かと思われる。

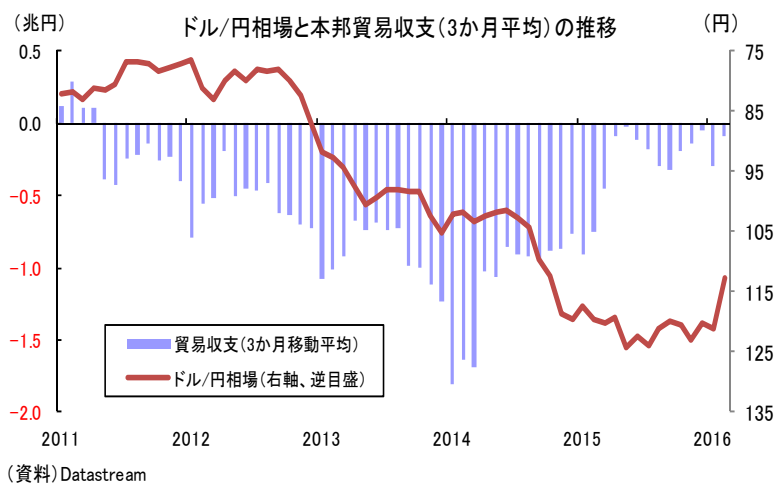
言うまでもなく為替市場はゼロサムゲームであり、誰かが得をすれば誰かが損をするのであり、通貨高で困っている国の按分は通貨安で潤っている国の按分と一致する。これを直感的に理解するのは難しいが、やはり国際経済外交の舞台においては、国際決済銀行(BIS)の算出



する実質実効為替相場(REER)が唯一共通の尺度として活用され得る。図示されるように、過去 5 年(2011～2015 年)で最も世界の通貨高の按分を引き受けてきたのは米国と中国であり、その一方でユーロ圏と日本は通貨安の按分を享受してきた。足許で起きていることは、単なるこれらの巻き戻しと言っても差支えはない。

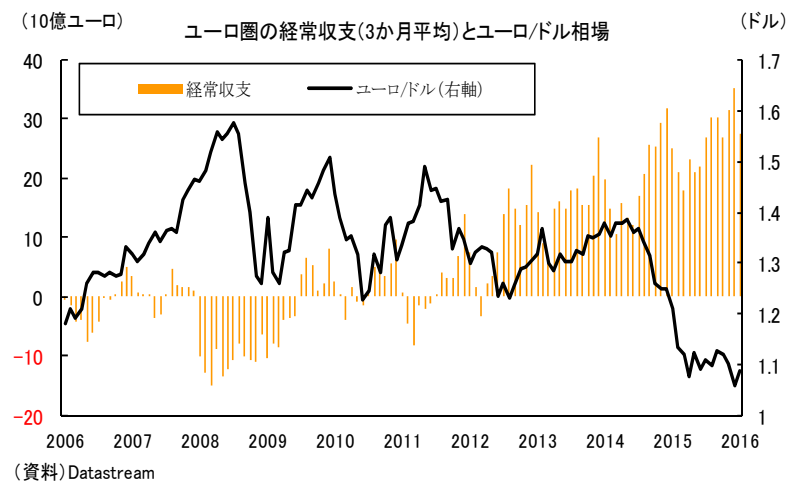
～日本とユーロ圏の立場は同じではない～

しかし、アベノミクス下における強烈なリフレ志向が通貨安を助長したとはいえ、日本は2011年以降、5年連続で貿易赤字国であり、特に 2013～14 年は 2 年連続で年間▲1 兆円を超える赤字額を記録した(図)。さらに言えば、2008～2012 年の 5 年間では一方的に通貨高の按分を引き受けてきたこともあり、ペースの速さこそ議論はあれ、2013 年以降に円安方向への揺り戻しが生じること自体、それほど筋の悪い話ではなかったと考えられる。しかし、図示されるように、2015 年以降は原油価格の急落を主因として貿易赤字が急減しており、これに従ってドル/円相場の上昇も小康を得たように見受けられる。今次円高のけん引役がFRBの正常化プロセスの後退であることは間違いないが、このような需給環境の変化も明らかに関係しているように思われる。



片や、ユーロも2014年以降は概ね一方的に下落しているが、図に示されるように2013年以降、経常黒字はかなり早いペースで積み上がり、2014年以降は世界最大の経常黒字国通貨という地位に定着している。しかも、2008年以降のユーロ/ドル相場は欧州債務危機を背景として乱高下を経ながらも確実に上値を切り下げており、これが元々国際競争力の高いドイツを利する結果となった。その上でECBはマイナス金利導入によって一段の通貨安誘導を図り、輸出で潤ったドイツは主要先進国で唯一の財政黒字を実現した。これらの客観的事実だけを捉えれば、ユーロ圏、とりわけドイツに関しては「外需をむしり取って安定を得ている」と指差されても致し方ない状況であり、実際に米為替政策報告書でも同様の指摘が続けられている。筆者は2014年以降、「永遠の割安通貨」を要するユーロ圏と米国の間で欧米貿易摩擦が起きると予想してきたが¹、2016年は国際経済外交

片や、ユーロも2014年以降は概ね一方的に下落しているが、図に示されるように2013年以降、経常黒字はかなり早いペースで積み上がり、2014年以降は世界最大の経常黒字国通貨という地位に定着している。しかも、2008年以降のユーロ/ドル相場は欧州債務危機を背景として乱高下を経ながらも確実に上値を切り下げており、これが元々国際競争力の高いドイツを利する結果となった。その上でECBはマイナス金利導入によって一段の通貨安誘導を図り、輸出で潤ったドイツは主要先進国で唯一の財政黒字を実現した。これらの客観的事実だけを捉えれば、ユーロ圏、とりわけドイツに関しては「外需をむしり取って安定を得ている」と指差されても致し方ない状況であり、実際に米為替政策報告書でも同様の指摘が続けられている。筆者は2014年以降、「永遠の割安通貨」を要するユーロ圏と米国の間で欧米貿易摩擦が起きると予想してきたが¹、2016年は国際経済外交



その上でECBはマイナス金利導入によって一段の通貨安誘導を図り、輸出で潤ったドイツは主要先進国で唯一の財政黒字を実現した。これらの客観的事実だけを捉えれば、ユーロ圏、とりわけドイツに関しては「外需をむしり取って安定を得ている」と指差されても致し方ない状況であり、実際に米為替政策報告書でも同様の指摘が続けられている。筆者は2014年以降、「永遠の割安通貨」を要するユーロ圏と米国の間で欧米貿易摩擦が起きると予想してきたが¹、2016年は国際経済外交

¹ 例えばロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』2014年5月15日配信をご参照下さい。

の舞台でこれが表面化してきそうな雰囲気を感じずにはいられない。

俄かに注目され始めた通貨安競争回避に向けた国際政策協調の論点において、日本やユーロ圏が金融緩和を自重し、ある程度の通貨高を受け入れなければならないのは事実である。しかし、その上で日本とユーロ圏の立場は決して同じものではないとの認識も持っておきたい。現状を踏まえて、最も分が悪いのはドイツ率いるユーロ圏であり、一段の政策協調で譲歩する余地があると考えられる。

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4月12日	散えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデシインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～侮やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
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
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～静観する勇氣～
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! にならなかった米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」はいつまでも出来ない～)
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～為替従属強まる日米欧中銀～
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～預金ファシリティ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～