

みずほマーケット・トピック(2016年5月23日)

仙台 G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～

先週 20～21 日にかけて仙台で開催されていた主要 7 か国(G7)財務相・中央銀行総裁会議を経ても、「財政を出さないドイツ」、「ドル高にたくない米国」という 2 大論点は変わっておらず、本欄や『中期為替相場見通し』における円高シナリオも不変。過去 2 年間の為替相場が一方的であったことを思えば後者の米国の立場には一理あるが、前者のドイツの立場はどこかで大きな問題にならざるを得ないだろう。2000 年代前半までグローバルインバランスと言えば米国の経常赤字であり、周知の通り、これがその後の金融危機の遠因にもなった。しかし、今やグローバルインバランスと言えばドイツの経常黒字を示す状況が定着しつつあり、これが世界的な通貨安戦争の萌芽になっているように思えてならない。莫大な経常黒字を有するドイツが財政出動せずに、断続的な金融緩和で通貨安の恩恵を享受し続けることを、世界はいつまで許し続けるのだろうか。

～変わらない「世界 vs.ドイツ」～

先週 20～21 日にかけて仙台で開催されていた主要 7 か国(G7)財務相・中央銀行総裁会議は世界経済の成長確保に向けて各国が金融・財政・構造政策を総合的に活用していくことで合意し、閉幕した。事前に注目されていた G7 による財政協調はやはり叶わず、ショイブレ独財務相からは「G7 ではいかなる大きな決定もしなかった」、「最重要なのは構造改革であり、G7 内でもこれが重要との認識が増えてきている」とダメを押すようなコメントが聞かれている。ルー米財務長官は「財政・金融政策において、それぞれの国は同じ立場ではない。一部の国は他国よりも財政余地がある」と協調の必要性こそ否定しているものの、ドイツの緊縮路線に関しては引き続き暗に苦言を呈しているようであった。なお、サパン仏財務相からも「2008 年のような大きな財政刺激策は必要ないが、可能な国々は財政措置を講じるべき」といった類似のコメントが見られており、財政政策を巡る「世界 vs.ドイツ」のような構図は解消されていない。後述するように、これは今後大きな問題になる恐れがある。

～達観した解釈が求められる状況～

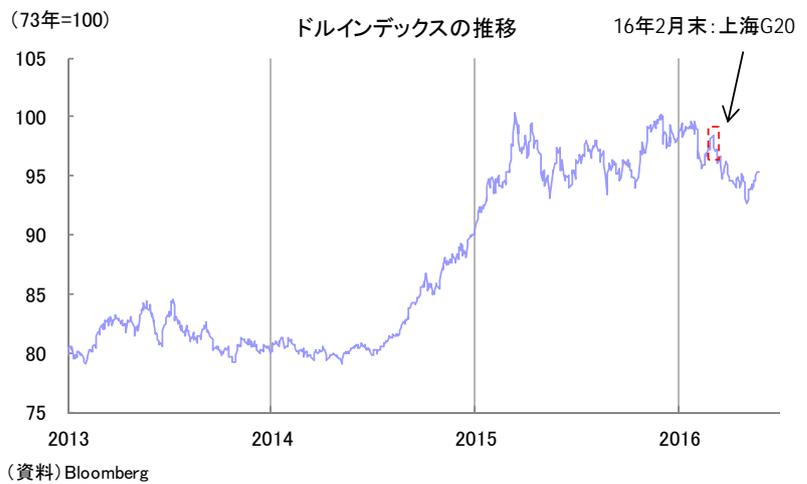
なお、為替に直接関係ある論点では引き続き相場動向に関し、「秩序的」の見解を巡って麻生財務相とルー財務長官の齟齬が報じられているが、為替政策報告書で史上初めて「監視リスト」が作成され、G7 の 7 か国中 2 か国(日本・ドイツ)がそこへリストアップされた割にはルー財務長官の言動は控えめなものだった。所詮は国内政治情勢を優先させて作成された無理筋なリストという側面が大きく、真正面から議論すれば分が良いものではないというのが実情なのだろう。そもそも日本の経常黒字の大宗が所得収支黒字であることを踏まえれば、通貨安に絡めて批判されるのは筋に合わない。日本企業の目線からすれば、米国に工場を設け、生産し、同国の雇用・賃金情勢に寄与しているにも拘わらず、各種配当金を日本へ還流させることを批判されるのは納得いかないだろう。

「監視リスト」を作成している流れを踏まえれば、ルー財務長官の「無秩序な状況とするためのバ

「一は非常に高い」との発言は出るべくして出たものと言えるが、現在の米国の政治情勢を踏まえれば、たとえ本音では「無秩序」と思っているとしても「秩序的」との姿勢を崩すわけにはいかないであろう。客観的に見ても、昨年一年間で10円のレンジ取引だったものが、4か月で15円も円高に動くという地合いは明らかに「無秩序」であり、既に本邦自動車大手企業の決算にもそれは表れている。斯かる状況に関しては、麻生財務相の言うように、「向こうもこちらも選挙があるし、お互い色々なことを言うのが当然であって言うのは仕事」という政治家としての達観した解釈が適切なのだろう。しかし、米通貨政策がこのままドル安を志向し続けるのであれば、やはりドル/円相場のリスクは引き続き下方向に広がっていると考えざるを得ないのも事実である。

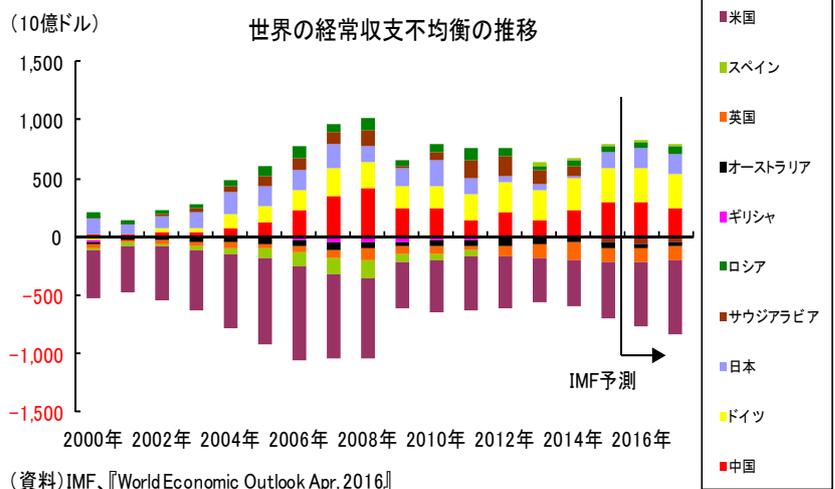
～通貨戦争の萌芽となるドイツ発のグローバルインバランス～

G7 を経ても、国際経済外交における「財政を出さないドイツ」、「ドル高にたくない米国」という2大論点は変わらなかった。本欄では繰り返し述べているように、過去2年間の為替相場が一方的であったことを思えば後者の米国の立場には一理ある。真っ当に考えても2年間で約+25%というドル相場の上昇ペースが持続可能とは思えない。年初から起きているドル



相場下落はこれまでの上昇に対する調整であり、それはまだ始まったばかりという印象すら受ける(図)。しかも、昨年8月以降、人民元相場とドル相場のデカップリングが難しいと分かってしまった以上、「緩やかなドル安に伴う緩やかな元安」は必然的に志向され得る。こうした点を踏まえる限り、本欄や『中期為替相場見通し』における円高シナリオは仙台 G7 を経ても変わるものではない。

片や、前者のドイツの立場はどこかで大きな問題にならざるを得ない。ユーロ圏は「ドイツにとって割安なユーロ→莫大な経常黒字→周縁国にとっては割高なユーロ→周縁国経済の弱体化→ECB の断続的な緩和→ドイツにとって割安なユーロ」というループに嵌まっており、これを断ち切るには「周縁国にとっては割高なユーロ」をドイツの内需拡大で救済するしかない。現状、為



替政策報告書が設定する監視リスト入りの3条件のうち、ドイツは2つ(対米貿易黒字が+200億ド

ル以上、経常黒字が GDP 比+3%以上)に該当しているが、上述のループが続く限り、この2つの条件に関し、延々と数値が膨らみ続けることになる。「永遠の割安通貨」を有する以上、3 つめの条件である「年間の為替介入規模が GDP 比 2%超」がドイツで問題になることは恐らくないだろう。満たす条件が2つに止まっても、それが膨らみ続けた場合、米国はこれを見逃すのだろうか。

2000 年代前半までグローバルインバランスと言えば米国の経常赤字であり、周知の通り、これがその後の金融危機の遠因にもなった。だが、今やグローバルインバランスと言えばドイツの経常黒字を示す状況が定着しつつあり、これが世界的な通貨安戦争の萌芽になっているように思えてならない。莫大な経常黒字を有するドイツが財政出動せずに、断続的な金融緩和で通貨安の恩恵を享受し続けることを、世界が許し続けることは難しいだろう。必然的に「緩和をやり返す」発想の下、通貨安を志向する国が増える恐れがある。こうした現状への打開策としては、ドイツによる積極的な財政出動への転換、ユーロ圏共同債の発行、ECB による金融緩和の自重などが考えられるが、今のところ、どれも可能性が高いようには見えない。いずれ G7/G20 の舞台において、これらのテーマを集中的に議論せざるを得ない局面がやってくることを筆者は懸念している。

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.mizuho.com/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続々～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～ 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？ 3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月25日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月22日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月21日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月20日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月19日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月18日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月15日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月14日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月13日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月12日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月11日	週末版
2016年4月8日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月7日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月6日	深まるユーロ圏のデイスインフレとユーロ高懸念
2016年4月5日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月4日	週末版
2016年4月1日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月28日	週末版
2016年3月25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24日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月23日	ユーロ圏経常赤字とユーロ相場の近況について
2016年3月22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18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17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16日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月15日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月14日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月11日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月10日	週末版
2016年3月4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、為替見直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纏る期待について
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「痩せ我慢」
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年の為替見直しポイント～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)中期為替相場見直し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
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/円見直しに影響なし～
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？