

みずほマーケット・トピック (2016 年 10 月 17 日)

米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～

先週 14 日、米財務省から半期に一度の為替政策報告書が公表された。今年 4 月から登場した「監視リスト」は引き続き健在で、従前の中国、ドイツ、日本、韓国、台湾に加えてスイスも含めた 6 か国が指定された。基準に照らせば、中国は次回 4 月報告書でリストから除外される可能性も見え始めており、米共和党のドナルド・トランプ氏の事実誤認が浮き彫りに。また、今年 4 月の報告書で注目された円相場の動向を巡る評価「orderly」の表現は削除されたが、「ドル/円相場は円滑に機能している」といった記述から察するに、さほどトーンが変わった様子はない。米財務省の円相場に対する見方は「正常な相場動向を異常と見なして介入を示唆しており、これは承服できない」といったところ。今回の報告書を経ても、筆者の見通しは全く変わらず。2016 年はあくまで「ドル高相場の終わりの始まりの年」に過ぎず、本格的な調整はまだこれから警戒すべきと考える。

～新たにスイスが加わった「監視リスト」～

筆者休暇中の過去 1 週間の為替相場における最大の焦点はドル、円、ユーロといった G3 通貨ではなく、ポンドの急落であった。だが、ポンドの急落やこれに対する評価は明日の本欄に譲るとして、本日は先週 14 日、米財務省から公表された為替政策報告書の評価と為替見通しへの含意を議論したい。今年 4 月 29 日公表の報告書から登場した「監視リスト (Monitoring List)」は引き続き健在であり、従前の中国、ドイツ、日本、韓国、台湾に加えてスイスも含めた 6 か国が指定された。

「監視リスト」に入る基準を改めて整理しておくと、①対米貿易黒字 (年間 200 億ドル以上)、②経常黒字 (GDP 比で +3%以上)、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入 (12 か月で GDP の +2%以上) のうち、2 つを満たすと「監視リスト」、3 つを満たすと「為替操作国」として認定されることになる。

監視リストを巡る三条件の現状

	対米貿易黒字 (16年7月～16年6月、10億ドル)	経常収支		ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%, 2015年)	過去3年間の変化幅 (%pts)	対GDP比
中国	356.1	2.4%	0.0%	-5.1%
ドイツ	71.1	9.1%	2.3%	-
日本	67.6	3.7%	2.6%	0.0%
メキシコ	62.6	-2.9%	-0.8%	-2.2%
韓国	30.2	7.9%	2.0%	-1.8%
イタリア	28.3	2.3%	1.9%	-
インド	24.0	-0.8%	4.2%	0.3%
フランス	18.0	-0.5%	0.4%	-
台湾	13.6	14.8%	5.2%	2.5%
スイス	12.9	10.0%	-1.6%	9.1%
カナダ	11.2	-3.4%	0.1%	0.0%
英国	-0.3	-5.7%	-2.0%	0.0%
ユーロ圏 (※)	130.5	3.2%	1.3%	0.0%

(資料) 米財務省、※米財務省による推計

今回、スイスが入ったのは②と③の基準に該当したためであり、具体的に前者は+10%、後者は+9.1%であった (図)。先進国の中では抜きんでた外貨買い為替介入の姿勢が明白であることから、スイスに関しては「これまで監視リストに入っていなかった方が不自然」との思いを抱く向きが多いのではないかと考える。

～中国は「監視リスト」から除外へ？～

片や、中国は今回の判定期間である「今年6月までの過去4四半期」に限れば、①のみの該当であり、②は今年4月に+3%だったものが+2.4%へ低下し、基準を下回った。また、③に至っては昨年8月から今年8月の1年間で5700億ドルの自国通貨買い・外貨売り介入を行っており、基準が想定する動きからは真逆（通貨高誘導）の政策運営となっている（規模は異なるが、こうした介入姿勢は韓国も同様）。このまま来年4月の報告書公表を迎えれば、「監視リスト」から除外される可能性すら出始めている状況である。過去の本欄でも述べた論点だが、過去1年間の中国の通貨政策は「放って置けば下落する通貨を資本規制と為替介入で支えている」という状況にあった。米国が望んできたような資本規制の解除と自由な為替変動を許せばフリーフォール（急落）しかねない通貨を金融当局の力で持ち上げているのであり、これまでのような単純な通貨安誘導批判がまかり通らなくなっているのである。なお、大統領に就任したら中国を為替操作国認定すると放言している米共和党のドナルド・トランプ氏の事実誤認が今回の報告書で浮き彫りになった格好でもある。

～依然厳しい日本への視線～

また、今年4月の報告書は、円相場に関し「orderly」か「disorderly」なのかを巡って日米の見方が対立したことが注目を浴びた。今回、「orderly」との表現は消えたが、「米財務省はドル/円相場は円滑に機能していると評価している（Treasury assesses that the dollar-yen foreign exchange market has been functioning smoothly）」との表現は見られており、さほどトーンが変わった様子はない。

さらに、上述のような表現に加え、「日本は約5年間、為替介入を行ってはいないが、2016年に入ってから、当局者が円相場の騰勢を押さえるべく公式の声明を出している。具体的には、ドル/円の動きに関し“荒い”と評価し、“必要ならばしっかりと措置を取る”などと警告している（Japan has not intervened in the foreign exchange market in almost five years, but authorities have made persistent public statements to restrain appreciation in 2016, characterizing yen/dollar movements as “rough” and warning that they “will take firm action” if necessary）」といった記述が見られている。以上のような、米財務省の円相場に対する見方を総合すれば「正常な相場動向を異常と見なして介入を示唆しており、これは承服できない」といったところではないだろうか。

～ドル安はあくまで「巻き戻し」とのスタンス～

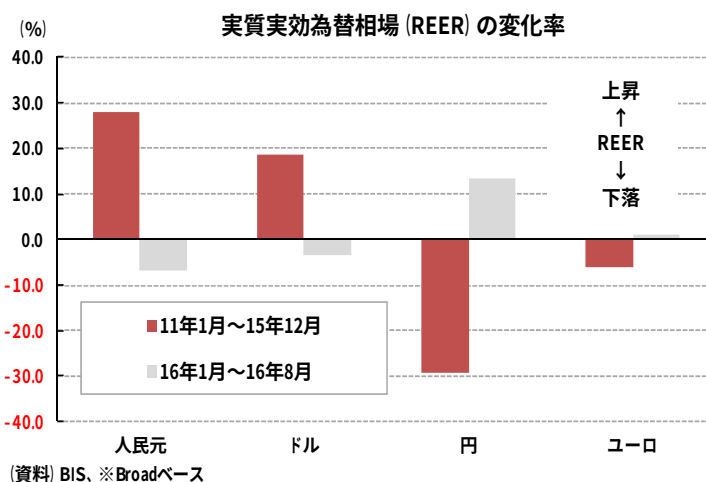
国別の各論が注目されやすい為替政策報告だが、各論に入る前の「The Dollar in Foreign Exchange Markets」のパートにおいても、米財務省のスタンスは見え隠れしやすく、筆者は常にチェックしている。今回報告書に関し、その主張を要約すると概ね以下のような趣旨である：

- 2015年下半期に名目実効ベースで+6.5%上昇したドル相場は、2016年上半期に▲1.1%下落した。対先進国通貨では+4%上昇している。対円では▲14%と大きく下落したものの、対ポンドで+10%の上昇となったことで相殺され、対ユーロでは殆ど動かなかった。また、対新興国通貨では動いておらず、名目実効ベースで+0.8%の上昇にとどまった。

- 今年9月時点までの1年間に関し通貨ペアの動きを見ると、ドルはポンド、メキシコペソ、人民元に対して上昇した。一方、ユーロ、円、ウォン、スイスフラン、カナダドル、台湾ドルに対して下落した。こうした2016年の通貨変動の幾つかの部分は2015年の巻き戻しである。

ここからはっきりとした胸の内を読み取るのは難しいが、今年に入ってからドル相場下落はあくまで従前の「巻き戻し」であり、言い換えれば当然の展開と思っている節が窺える。実態としては2014年半ば以降に発生したドル相場の急騰に対する調整は殆ど進んでおらず、「今は昨年からの巻き戻しが進んでいるだけ」という米財務省の認識は至極真っ当なものに映る。こうしたドル相場に対する基本認識は筆者が強調してきた点と同じであり、過去2年以上に亘る相場の調整はまだ緒についたばかりという印象が強い。いや、厳格に言うならば、FRBが利上げに拘泥している結果、「緒につくことすらままになっていない」という方が適切かもしれない(図)。

今回の為替政策報告書を受けても本欄や『中期為替相場見通し』のスタンスは全く変わらない。年初来、円はドルに対してかなり上昇したものの、ドル売りの流れはまだドル相場全体には波及していない。斯かる状況下、2016年はあくまで「ドル高相場の終わりの始まりの年」に過ぎず、本格的な調整はまだこれから警戒すべきというのが筆者の考えである。昨年からの巻き戻しが不十分な現状では、新大統領の下での通貨政策も、(誰が大統領に就くにしても)ドル高を忌避するものである公算は相当大きいと考えるべきだろう。



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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状 (2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版 (日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版 (「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量」との決別、金利への転進～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版 (ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版 (ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨 (7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版 (円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨 (7月26～27日開催分) ～自信喪失？～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版 (人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版 (総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて (7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて (7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年6月分)
2016年7月22日	週末版 (ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー (7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版 (ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版 (円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～単純には終わらず～
2016年7月1日	週末版 (BrexitにEUの責任はないのか？～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱 (Brexit) とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版 (日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱 (Brexit) を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版 (7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版 (ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年4月分)
2016年5月27日	週末版 (本日のトピック: ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の控じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
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～
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～外的要因に圧迫される状況続く～)
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」の控じれも懸念～
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？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22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21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～