

みずほマーケット・トピック(2017 年 4 月 17 日)

米為替政策報告書の読み方

先週 14 日、米財務省から公表された為替政策報告書は比較的穏当な内容に収まった印象。直前のトランプ発言が注目されていただけに警戒されたが、シリアや北朝鮮との間に緊張感が高まる中であって波風立てない内容に収めたのだろう。とはいえ、円相場の過小評価に言及する記述が見られるなど、総じて「これ以上のドル高は米国が政治・経済的に耐えられない」と主張してきた本欄のドル安予想を補強する材料と言える。具体的に対円の議論に関しては「REER の長期平均に比べて 20% 安い」と明記されており、ドル/円相場の上昇を予想するのはやはり勇気が要る。また、ドイツの現状について「直観的に理解出来ない(counterintuitive)」という形容が見られたことも目を引くものであった。ちなみに、仮にドル/円相場が 2 月終値である 113 円付近から 20% 円高方向へ調整された場合、90 円付近という水準が視野に入る。

～ドル安予想の補強材料～

地政学リスクが燦る状況下、先週 14 日に米財務省から半期に一度の為替政策報告書が公表されている。先週 12 日に報じられたドルや米金利を低め誘導するかのようなトランプ米大統領の発言が注目された直後だけに、報告書はかなり先鋭的な内容を含むのではないかと観測が強まっていたが、内容としては基本的に昨年 10 月の主張を受け継ぐものであり、大きな変化があったとは言えない。大方の受け止め通り、シリアや北朝鮮との間に緊張感が高まる中であって波風立てない内容に収めたというのが妥当な解説だろう。とはいえ、つぶさに見ていけば、今の米国の通貨政策が為替相場に対してどのような基本認識を抱いているのかが伝わってくるものであり、為替予想にとっての重要性は変わらず大きいと言える。総じて、「これ以上のドル高は米国が政治・経済的に耐えられない」と主張してきた本欄のドル安予想を補強する材料であり、本日東京時間午前にドル/円相場が 108 円台前半で年初来安値を断続的に更新していることの一因と考えられる。

～「監視リスト」6 か国は不変～

ちょうど 1 年前から掲載がスタートした「監視リスト(Monitoring List)」は健在であり、対象国も昨年 10 月に名指しされた 6 か国(中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイス)が引き継がれた(次頁表)。改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、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。この点、中国は①しか満たさないが、巨大な対米貿易黒字ゆえに監視リスト入りとなっている。報告書では「5 つの主要な貿易相手国が 3 つのうち 2 つの基準を満たしている」と述べた後、「それに加えて中国は米国の貿易赤字全体において不相応な比率(a disproportionate share of

the overall U.S. trade deficit)を占めている」との言及がなされており、中国だけは対米貿易黒字の規模によって監視リスト入りが判断されたことが明らかにされている。トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸があくまで「対米貿易黒字の大きさ」にある以上、中国は今後も徹底的にマークされることになる。

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は17年4月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (2016年実績、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 (%, 2016年)	過去3年間の変化幅 (%pts)	対GDP比
中国	347.0	1.8%	0.2%	-3.9%
日本	68.9	3.8%	2.9%	0.0%
ドイツ	64.9	8.3%	1.5%	-
メキシコ	63.2	-2.7%	-0.2%	-0.5%
イタリア	28.5	2.8%	1.8%	-
韓国	27.7	7.0%	0.8%	-0.5%
インド	24.3	-0.5%	2.1%	0.4%
フランス	15.8	-1.2%	-0.3%	-
スイス	13.7	10.7%	-0.8%	10.0%
台湾	13.3	13.4%	3.4%	1.8%
カナダ	11.2	-3.3%	-0.1%	0.0%
英国	-1.1	-5.1%	-1.1%	0.0%
ユーロ圏()	125.7	3.4%	1.2%	0.0%

(資料) 米財務省、米財務省による推計

ろう。なお、監視リストの要約部分(Summary of Findings)の締め括りには「Treasury will closely monitor and assess the economic trends and foreign exchange policies of each of these economies」と太字で強調されており、名指しされている6か国の今後については予断を許さない。

やや意外だったのはメキシコが監視リストに入らなかったことだろうか。表に示されるようにメキシコの対米貿易黒字は日本やドイツとさほど変わらないものである。トランプ大統領就任前後に見られた同国への鋭い批判を踏まえれば、今回の報告書で7か国目の監視リスト入りとなっても不思議ではなかった。そうして目立つ動きを取らなかった背景としては冒頭述べた通り、高まる地政学リスクへの配慮もあったのだと思われるが、過去の本欄¹でも議論したように、そもそもメキシコ市場が米経済にとって巨大であるゆえ、無用な摩擦を起こすべきではないとの配慮もあったのかもしれない。

～日本への記述には安堵感も～

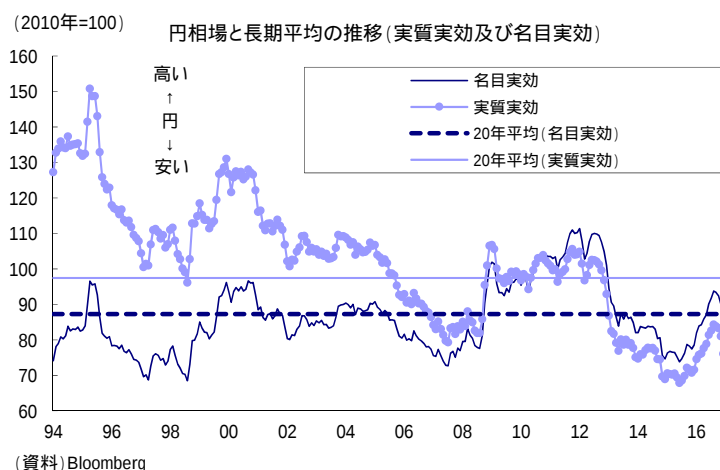
報告書全体に関しては穏当な印象を受ける一方、日本への個別評価に関しては比較的見るべき部分もあったように思われた。目についたのは以下の部分である：

- 米財務省は日米間の巨大な貿易収支不均衡の持続を懸念している(Treasury is concerned by the persistence of the large bilateral trade imbalance between the United States and Japan)
- 円が過大評価されているという証拠はない。円の実質実効為替相場は過去20年平均に照らして▲20%も安く、IMFの最新評価でも円は「概ね中期的なファンダメンタルズに沿っている」となっている(There is little evidence that the yen is overvalued. The real effective yen is twenty percent weaker than its 20-year historical average, and the IMF's most recent assessment found the yen to be “broadly consistent with medium-term fundamentals.”)

前者の指摘に関してはトランプ政権の志向が強く影響する部分にしても、後者に関しては客観的な論点であり、筆者も折に触れて本欄や『中期為替相場見通し』で強調してきた。実質ベースで評価した為替水準が平均回帰傾向を持つことは理論的に正当化される事実である。実際、国際決

¹ 本欄 2017年2月3日号『トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返済血」が少ない喧嘩相手？～』をご参照下さい。

済銀行(BIS)の算出する実質実効為替相場(REER、ブロードベース)で見た円相場は、最新2月時点で長期平均(20年平均)から▲21.2%下振れており、歴史的に見ても円高方向への修正余地はかなり残されているという印象が抱かれる(図)。とはいえ、日本への記述に関する締め括りには「弱い内需と例外的に低いインフレ率を踏まえれば、政策当局はあらゆる政策を使ってそうした基調と戦うことが重要である」と添えられ、緩和的な金融政策や柔軟な財政政策、継続的な構造改革の導入の必要性が引き続き説かれている。日米経済対話を前にイールドカーブコントロールを主軸とする日銀の金融緩和やこれに付随する円安誘導といった批判が懸念されていたことを踏まえれば、本邦の政策当局にとって安堵感を覚える内容も含んでいたと言えそうである。



また、前回の報告書で見られた「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した措置を取る”などと警告している」といったやや挑発的な記述も控えられており、その分、批判色が薄らいだように見える。さらに、昨年4月に見られたような、円相場に関する「orderly」か「disorderly」なのかといった論点も消えたままであった²。「REERベースでの円の過小評価」という指摘を除けば、批判色は大分控えられたと言えるが、かといって円安相場を支持するような記述が見られたわけではないことは留意したい。

～ドイツへの記述に手厳しさ～

なお、ドイツに関する記述部分は正確には「Germany and the Euro Area」と題した小項目になっている。前回までは単に「the Euro Area」だったため、ややドイツに対する問題意識が高まったように見えなくもない。実際、この項目ではドイツの経常黒字に関し、「a matter of concern for Treasury」とわざわざ明記する一節も見られている。また、報告書では加盟国間の成長率「considerable dispersion」があることも指摘されており、例えばドイツ(+1.9%)やスペイン(+3.2%)は域内成長率(+1.7%)を上回る成長を実現しているものの、フランス(+1.2%)やイタリア(+0.9%)は下回っているといった記述が見られている。こうした構造問題は折に触れて本欄でも議論している論点ではあるが、為替政策報告書でも指摘されるに至っている。

為替レートに関しては「The real euro is currently 10 percent weaker than the monthly-average real euro since 2000. On a bilateral basis, over the same time period, the euro is 12 percent weaker against the dollar」との記述が見られ、円と同様、実質実効ベースで長期平均を下回っている

² 昨年4月の報告書では急騰する円相場に関し「『orderly』か『disorderly』か」を巡って日米の見方が対立したことが注目された。昨年10月の報告書では「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)」との表現が残り、トーンは変わっていなかった。

ることが指摘された上で、近年の対ドルでの一方的な下落にも言及がある。この背景としては「ギリシャやイタリアなどの周縁国の執拗な脆弱性が通貨同盟の不透明感に繋がっており、これが過去数年におけるユーロ相場を押し下げてきた」といった認識が示されており、これはその通りだろう。とはいえ、こうした構造的な問題だけではなく、ECBの金融緩和によって欧米金利差が拡大していることも影響しているとの言及があり、ここに米通貨当局としての不満が見え隠れしている。

また、「弱い通貨と内需のコンビネーションによってユーロ圏の経常黒字(％、対GDP)は2009年の+0.2％から2016年には+3.4％へ急拡大している」とあり、これを主導しているのがドイツであるとの記述が見られている。特に以下の記述は印象的である。

- ドイツの実質実効為替相場は2009年以降で▲10％であり、こうした動きは、ドイツが通貨同盟の一員でいなければ、巨大で執拗な経常黒字に照らせば直観的に理解出来るものではない (*Germany's real effective exchange rate has depreciated by 10 percent since 2009, a shift that would be counterintuitive in light of Germany's large and persistent current account surplus but for its membership in the monetary union*)

ドイツの現状について「直観的に理解出来ない(counterintuitive)」という形容は腑に落ちるものである。こうした指摘はナバロ国家通商会議(NTC)委員長による「ドイツは甚だしく過小評価されている『暗黙のドイツ・マルク』によって、他のEU加盟国や米国の搾取を続けている」といった批判と軌を一にするものであり、ほかにもトランプ大統領がかつて口にした「(EUは)基本的にドイツの乗り物にされている」といった揶揄とも被る。報告書はドイツが内需を刺激することでドイツにとってのREERが上昇し、世界及びユーロ圏で収支不均衡の調整が進む旨が述べられているが、そのための妙案があるわけではない。結局、この問題はユーロ圏共同債の発行を通じてドイツ以外の加盟国の内需が刺激されることである程度は解決し得る問題だが、ドイツが前向きではないことは周知の通りである。この点、今年9月の連邦議会選挙において、メルケル独首相よりも左派色が強く、財政出動にも前向きと見られるシュルツ候補が勝利した場合は事情が変わってくるかもしれない。

～90円付近の議論、再び？～

筆者は毎回の為替政策報告書において各論に入る前の「The Dollar in Foreign Exchange Markets」のパートに着目してきたが、今回は同名のパートが見当たらない。一方で、『International Economic Trends』の小項目として「Foreign Exchange Markets」があり、ここが該当するものと思われる。ここでは以下のような記述が見られている：

- 米財務省は、11月の米大統領選挙や昨年2月や今年3月中旬のFRBによる利上げといった時期を含めても、為替相場は概ね円滑に機能していると判断している (*Treasury judges that foreign exchange markets have generally functioned smoothly, including around the U.S. election in November and increases in the Federal Reserve's policy rate corridor in both December and mid-March*)

概ねドル相場の現状を受け入れるようなトーンと見受けられ、特に昨年 11 月以降のドル相場急騰を含めて「円滑に機能している」との評価が見られていることは重要かもしれない。米財務省(ひいてはトランプ政権)として許容出来ないドル高水準はまだ上にあるということなのだろうか。少なくとも先週報じられたトランプ大統領の発言と温度差を感じる向きはある。

こうした「米通貨当局の思惑」と「トランプ大統領の思考」の差異が今後、こういった形で解消していくのかが今後の見どころだが、報告書に記載された「円滑に機能している(functioned smoothly)」という事実とトランプ大統領が述べる「今のドル高水準が行き過ぎ」という事実は矛盾するものではない。そもそもドル高は 2014 年 6 月以降の現象であり、大統領選や最近の利上げによって始まったものではない。これまで上昇してきた分が調整されるべきという主張は十分筋が通ったものと考えられる。少なくとも、対円の議論に関しては報告書ではっきりと「REER の長期平均に比べて 20% 安い」と明記されている以上、やはり足許以上の円安相場を米国は快く思わないだろう。引き続き筆者は年内に大統領選挙前のレンジである「100～105 円」に回帰するとの予想を据え置きたい。なお、仮にドル/円相場が 2 月終値である 113 円付近から 20% 円高方向へ調整された場合、具体的には 90 円付近という水準が視野に入る。これは昨年半ば以降の『中期為替相場見通し』で見込んでいた水準であり、結果的にはトランプラリーを受けて修正を余儀なくされた水準でもある。トランプ政権への過剰な期待が剥落し、むしろ地政学リスクの高まりを通して円買いを煽るムードが強まっている以上、そうした水準に下落すること自体、筆者はさほど違和感を覚えない。今後の見通し作成において考慮したい論点である。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベールシスワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小＝ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシユカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TIC)レポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミックスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)