

みずほマーケット・トピック(2017年10月16日)

## G20 財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～

ワシントンで開催された 20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では世界経済の回復に関し、力強さを増しているとの認識を共有して静かに閉幕した。材料に乏しい今回の会合だが、敢えて言えば最後の出席となるショイブレ独財務相の発言は目を引いた。「麻生財務相にアドバイスしたかった」という一節からは、変わらないショイブレ節が垣間見られる。本邦の増税先送りを踏まえた上でのアドバイスが念頭にあったのだろう。しかし、今回同時に公表された IMF 秋季世界経済見通しによれば 2017 年の経常黒字に関し、ドイツは中国の 1.8 倍にも達し、来年は 2 倍にも達すると予測されている。経済規模対比で見た場合、2017 年に関しドイツは +8.1%、中国は +1.4% となっており、グローバルインバランスを拡大する主犯としてドイツの存在感は悪い意味で増すばかりである。新たな財務相はドイツの「影響力( 権力)」と「責任」についてバランスを取れるような人物が就くことが EU にとって望まれる。

### ～FRB の正常化は大義がない～

先週末の為替市場では一部で期待されていた米 9 月消費者物価指数(CPI)が総合、コア共に予想を下回ったことでドル売りが先行する展開となった。本欄では繰り返し論じていることだが、現行の FRB の正常化には大義が感じられない。建前上は「フォワードルッキングなインフレ予防」を強調し、市場参加者において米金利や円安に賭けたい向きもこのストーリーに乗ろうとしているが、物価の現状は何も変わっていない。ハリケーンの影響で原油価格が上昇し、これが CPI に跳ねるはずと言われていた 9 月分ですらこの仕上がりであり、物価および金利・為替の先行きに関しては慎重に見るのが普通ではないのか。10 月 10 日時点の IMM 通貨先物取引の状況に目をやれば、円の売り持ちは 2 か月半ぶりの高水準にまで積み上がっている。それでもドル/円が全く上がらないという事実を真摯に解釈した上で、為替見通しを策定すべきだと筆者は考えている。

### ～静かに閉幕した G20～

ところで先週 12～13 日にワシントンで開催された 20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では世界経済の回復に関し、力強さを増しているとの認識を共有して静かに閉幕した。株も債券も高い状況下、物価の騰勢も押さえられるというある意味で最高の経済・金融環境が続く中、G20 の高官が集合して話し合うほどの切迫したテーマは無いのが実情と言える。もちろん、「上がらない物価」は中銀筋にとって悩ましい問題だが、元より正常化プロセスを志向する中央銀行は米国、ユーロ圏そしてカナダくらいであり、それも極めて漸次的なアプローチに限定することが半ばコンセンサスとなっている。フロントランナーである FRB にしても「そのうち上がってくるから、ゆっくり静かに引き締めれば問題ないだろう」という済し崩し的な運営という印象が強く、何かを大きく修正しようという気概は感じない。冒頭述べたように、ここからタカ派色が強まるような雰囲気も全く感じられない。

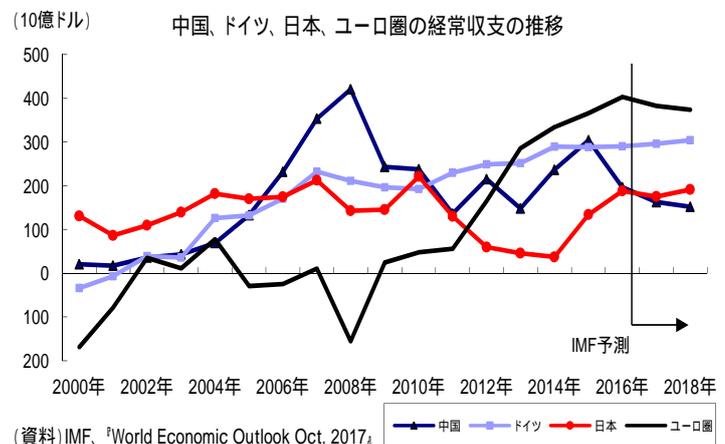
## ～最後のショイブレ節～

材料に乏しい G20 財務相・中央銀行総裁会議にあって、敢えて筆者が気にかかる報道を挙げるとすれば、今回が最後の出席となるショイブレ独財務相の発言を取り上げたものがあつた。ショイブレ財務相と言え、欧州債務危機が本格化する直前の 2009 年 10 月から 8 年にわたって財務相を続け、債務危機がクローズアップされる局面では必ずと言っていいほどその挙動が注目されてきた人物である。教条主義的な緊縮路線を重債務国に迫り、一步も引かないその姿勢で知られており、恐らくは金融市場参加者にとってはメルケル独首相よりも馴染みの存在と言える。9 月 24 日の独総選挙で極右政党 (AfD:ドイツのための選択) が躍進したことを受けて連邦議会の勢力図が大きく変わる中、ドイツ政界の長老格にあたる同氏が議会議長に就任することで運営を円滑化させようというのが独政府・与党の希望であり、ショイブレ財務相もこれに応じるという流れになっている。

そのショイブレ財務相が会議後、「(日本の財政健全化策について)もし、アドバイスするとすれば、悲しいことに選挙で来られなかったよき友のアソウ(麻生太郎財務相)なんだが……(14 日、朝日新聞)」と述べたことが報じられている。今回の会議で日本は財政健全化目標を達成できないことを公式に表明した。これは 2010 年の G20 トロント・サミットにおいて「2020 年度までに基礎的財政収支(プライマリーバランス、PB)を黒字にする」という公約を掲げていた経緯を踏まえたものである。浅川財務官からは「特に強い異論はなかった(14 日、日本経済新聞)」とのコメントが報じられているものの、恐らくショイブレ財務相が与えたかったアドバイスは「見送りは誤り」という趣旨だろう。最後の最後までショイブレ節が垣間見えたと言える。

## ～腹落ちしないドイツの物言い～

そうしたショイブレ財務相のブレない政策観は賛否を超えて敬意を集めるもののだとしても、ドイツが日本を含め他国に対して財政再建の必要性を説くことに関し、どうしても腹落ちしない部分があるのも事実である。 今回の G20 は年 2 回(春・秋)開催される世界銀行・IMF 年次総会に合わせた恒例の会合である。これに伴って公表された IMF 秋季世界経済見通しによれば 2017 年の経常黒字に関し、ドイツは+2960 億ドルと 2 位の中国(+1625 億ドル)の 1.8 倍にも達し、来年は 2 倍にも達すると予測されている(図、2011 年以降、2015 年を除けば、常にドイツが世界最大である)。なお、経常黒字を経済規模(名目 GDP)対比で見た場合、2017 年に関しドイツは+8.1%、中国は+1.4%となっており、グローバルインバランスを拡大する主犯としてドイツの存在感は悪い意味で増すばかりである。



ドイツは日本と同じく輸出産業を主軸としながら、日本と異なり為替問題に頭を悩まされることが無い。本欄では繰り返し議論しているように、ユーロはどんなに強くなろうともそれがドイツの地力に見合った強さになることは構造上あり得ない。ギリシャもスペインもドイツも含めてユーロであり、ファ

ンダメンタルズには必ずノイズが入る。その意味でドイツには「永遠の割安通貨」が与えられており、慢性的な通貨高に怯える日本とは決定的に異なる。だからこそ財政再建をするだけの余力があるという視点は絶対無視してはならないだろう。

連立協議が難航する中、空席となった財務相のポストにどのような人物が収まるのかはまだ分からないが、現在のドイツ経済の興隆は通貨ユーロに起因する部分が大いにあるという事実を踏まえた上で、自身の「影響力(≒権力)」と「責任」をしっかりとバランスできるような人物が就くことが EU の安定にとって重要である。最後のショイブレ節を前に、教条主義的なドイツの基本姿勢が変わることを期待したいとの思いが強まった。

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](mailto: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](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10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分))～APPIは「小さく減らして長く延長、が有力」～
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタール・リヤ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分))～強まる為替への問題意識～
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしどじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーパ～タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか?～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりえない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンセル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版