

みずほマーケット・トピック(2017年10月19日)

為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米 FTA～

米財務省が公表した半期に一度の為替政策報告書は踏み込んだ表現こそ見られなかったものの、見る限り、米財務省が日本の対外経済部門(端的には経常収支や貿易収支)や円相場の現状について持つ不満が変わったわけでもない様子。過剰な黒字国として名指しされた国のうち、円とユーロだけが実質実効為替相場(REER)ベースで過小評価を指摘されており、特に円の割安感(20%)は大きく見積もられている。現状の円相場の水準に関し、不満を持っているのは確かだろう。今後の注目は日米自由貿易協定(FTA)交渉の行方。16日に行われた第2回日米経済対話では初めて米側から公式に FTA への希望が口にされた。交渉が始まれば為替条項の有無をカードとして米国が市場開放を迫ってくる可能性が否めず、為替市場ひいては日本経済にとって極めて大きな話である 11月のトランプ大統領訪日で日米 FTA が議題に上るかどうかは今後を占う上で非常に重要な見所となる。思い返したいのは 90年代前半の教訓。

～為替報告書の見所～

一昨日の 17 日、米財務省は半期に一度の為替政策報告書を公表した。2016 年 4 月から掲載がスタートした「監視リスト(Monitoring List)」は今回も健在であり、対象国は今年 4 月の 6 か国(中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイス)から台湾が除外され 5 か国に減少した。改めて監視リスト入りの基準を確認しておく、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。前回同様、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。この点、報告書では「4 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

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は17年10月時点の監視リスト対象国)

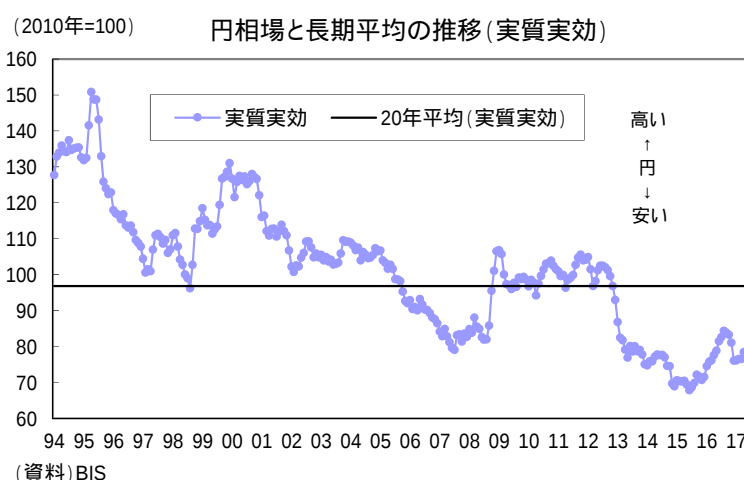
	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	357	1.3%	-0.1%	155%	-2.7%
日本	69	3.7%	3.5%	185%	0.0%
メキシコ	69	-1.7%	0.7%	-18%	-0.2%
ドイツ	63	7.7%	0.7%	268%	-
イタリア	29	2.8%	1.4%	51%	-
インド	23	-1.3%	-0.3%	-30%	1.8%
韓国	22	5.7%	-0.3%	84%	0.3%
カナダ	19	-2.9%	-0.2%	-45%	0.0%
フランス	14	-1.0%	0.3%	-26%	-
台湾	14	12.7%	1.5%	70%	0.9%
スイス	13	10.3%	1.3%	69%	8.7%
英国	-1	-5.1%	0.4%	-129%	0.0%
ブラジル	-5	-0.7%	2.9%	-13%	2.3%
ユーロ圏()	126	3.0%	0.8%	357%	0.0%

(資料)米財務省、米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「17年6月までの1年間」を対象としている。

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。こうした記述は 4 月を踏襲したものである。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よう。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、名指しされる 5 か国の今後は予断を許さないが、基本的には 4 月の判断を追認したものであり、市場では大きな驚きを持って受け止める向きは少ない。

～日本に対する記述～

国別評価の部分を一読しても、日本だけを強く批判するような記述は見られていない。だが、国別評価欄ではないサマリーや国際経済動向などを分析した欄においてドイツ、韓国、台湾、スイスと並び経常黒字の大きな国として日本も名指しされており、これら 5 か国合計は+6780 億ドル、世界の GDP の+0.9%に相当すると指摘されている(2017 年 6 月までの 4 四半期合計)。ここで中国の名前



が挙がっていないのは過去 3 年で黒字が微減しており、GDP 比で見れば+1.3%と監視リスト入りの基準(+3%)を下回っているからだだろう。裏を返せば、最初に挙げた日本を含む 4 か国はグローバルインバランスへの寄与という観点で見た場合、「中国よりも問題が大きな国々」と米財務省から判断されていると考えられる。なお、国別評価欄でも「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 remains concerned by the persistence of the large bilateral trade imbalance between the United States and Japan)」と前回 4 月分からの表記が据え置かれている。

また、「Executive Summary」の部分では IMF 分析を引用する格好で「2002 年に経常黒字だった 15 か国に関し、12 か国が 2008 年でも黒字を維持し、11 か国が 2016 年でも黒字を維持している。そして約 3 分の 1 の経常黒字が過剰である」との見方も示されている。その上で「これらの黒字は過剰に大きな貯蓄、とりわけドイツ、オランダ、日本そして韓国といった国々の企業貯蓄を反映している。これらは本来そうした国々の内需増加や他国からの輸入増加を支えるために使用できるものだった」といった皮肉混じりの指摘も見られている。

さらに、懸案の為替についても IMF 分析を通じて黒字国に苦情を申し立てる格好となっている。具体的には以下のような記述が見られている：

- IMF は、それら黒字国の実質実効為替相場(REER)は総じて過小評価されていると考えている。円は過去 20 年平均を 20%以上下回っているし、ユーロは 4%長期実質相場(its longer-term

real effective rate、※円同様、20年平均の模様)を下回っている。

過剰な黒字国として名指しされた国のうち、円とユーロだけが REER ベースでの過小評価を指摘されており、特に円の割安感は大きく見積もられている。「長期平均に照らして 20%割安」という指摘は今年 4 月から引き継がれているものだが、米財務省として何も思うところが無ければこのような指摘をする必要は無い。現状の円相場の水準に関し、不満を持っているのは確かと思われる。

～忍び寄る日米 FTA 交渉のリスク～

ここで今週 16 日に開催された麻生副総理とペンス米副大統領による第 2 回日米経済対話に目を移したい。米国側からは日米二国間での自由貿易協定 (FTA) 交渉開始を要望したことが報じられており、日本政府関係者の「ペンス氏から対日 FTA に強い関心を示された」とのコメントも報じられている。トランプ政権が多国間交渉よりも二国間交渉を望んでいることは周知の事実だが、4 月に開催された第 1 回経済対話ではこれを求められることはなく、今回初めて公式に要望された格好である。米国抜きの環太平洋戦略的経済連携協定 (いわゆる TPP11) について 11 月の大筋合意を目指している日本からすれば、二国間交渉ではそれよりも踏み込んだ要求を突きつけられるのは確実であり、特に農産物、天然ガス、石炭などの輸出拡大が米側の念頭にあるとされる。

今回の経済対話を 11 月 6 日に日本で開催される日米首脳会談の地均しと見る向きは多く、だとすればトランプ米大統領が直接、日米 FTA への希望を口にする恐れがある。二国間交渉に入れば、トランプ大統領が就任直後から述べていたように通貨政策の制限を企図した為替条項を盛り込むかどうかが論点化する可能性が高い。これこそが日本が最も恐れる展開である。就任後は北朝鮮を巡る地政学リスクの緊迫化に加え、政権人事の混乱も相俟って通貨・通商政策に対する発言は控えられてきたが、最近では北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉における先鋭的な態度が再三報じられている (トランプ政権は NAFTA 再交渉でも為替条項を盛り込む可能性に言及している)。

上述した通り、為替政策報告書では特筆すべき表現こそ見られなかったものの、米財務省が日本の対外経済部門 (端的には経常収支や貿易収支) や円相場の現状について持つ不満が変わったわけでもない。過去の本欄でも議論したように、経常・貿易収支の不均衡が調整するためには①「量」、②「価格」のどちらか (もしくは両方) しかない (図)。例えば農産品での市場開放を拒めば、円高を通じた価格調整で交渉を進めてこようとするのではないか。1990 年代前半の貿易摩擦は自動車を対象

日本の貿易収支が直面する3つの展開

「量」→輸出入、双方からの調整。

- 日本の輸出自主規制、米国の輸入規制etc

「価格」→価格、端的には為替レート。

- 「量」が不変なら「価格」つまり「為替レート」で。

「説得」→貿易赤字は「悪」ではない。

- 日米経済対話等を通じて「べき論」を通せるか？日本側のこれまでの努力も説得材料に。

(資料)筆者作成

品目として、その交渉過程で円高が進んだことは周知の通りである。現に為替条項をちらつかせているのは、これによって為替を円高気味に煽りつつ、農産品輸出に係る譲歩を引き出したいという

戦略があるのかもしれない。1990 年代前半の貿易摩擦が 1 ドル 80 円割れの超円高を招き、結果的に産業空洞化を経てデフレの遠因となったという指摘もあり、日米 FTA の取り扱いは為替相場のみならず、日本経済にとっても極めて重要なテーマであることは思い返しておきたい。

もちろん、11 月のトランプ大統領訪日では北朝鮮情勢を視野に入れた協力体制の強化が先決であり、安倍政権を困らせるような貿易交渉は仕掛けてこないとの見方もある。筆者もその可能性は高いように感じているが、仮に日米 FTA 交渉がスタートした場合、為替相場においては極めて大きな円高になるという事実は覚えておくべきである。比較的、安全保障面で差し迫った事態にあるからこそ、交渉がスタートしてしまえば「強く出にくい」という側面もあるだろう。

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.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10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
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～
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	正規雇用の資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	カタルーニャ混乱と反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	円相場を基礎的需給環境～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～テーバ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～ドラギ総裁はしくじった模様～)
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版テーバー・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	ブラット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	盛り上がりが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～「不要なギャンブル」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)