

みずほマーケット・トピック(2018 年 4 月 16 日)

為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～

13 日に公表された為替政策報告書を「ファーストアクションの有無」だけで蔑ろにすべきではない。日本やドイツに対する表現は明らかに強くなっているように見受けられた。こと円に関しては対米貿易黒字や経常黒字(％、対 GDP)の大きさが不変である上、為替相場も米国の意に沿わぬ方へ動いているという状況であり、2 国間の通商交渉を求められた場合、米国が日本に対して為替調整を迫るだけの理由は相応にあるという印象。実質実効為替相場(REER)を尺度として「長期平均対比で(円は)25%割安」という表記が取り沙汰されているが、そのほかにも緩和的な金融・財政政策に対して違和感を抱いているのではないと思われる修正があった。今の米財務省は「赤字国通貨は下落し、黒字国通貨は上昇すべき」という原則論に非常に強い拘りを持っているように見受けられる。現状、「監視リスト掲載国だがお咎めなし」という主要国は日本くらいであり、ドル/円相場見通しのリスクは引き続きダウンサイドに傾斜と考えたい。

～監視リストはインドを加え 6 か国に～

米財務省は 13 日、半期に一度の為替政策報告書を公表した。今回も為替操作国認定された国はなかったが、中国、日本、韓国、ドイツ、スイスといった従前の面々に、下馬評通りインドも加えた 6 か国が監視リストに指定された。監視リストは具体的な制裁などを伴わないものの、対米貿易黒字の解消や通貨安誘導をけん制する狙いがあるとされる。明日から日米首脳会談を目前に控える日本に関しては「日本の対米貿易黒字は過去 4 年間で殆ど変わっていない」、「巨大な貿易不均衡を懸念している」と表明されており、先行き不穏なものを感じさせる。なお、2016 年 4 月に掲載が始まった監視リストだが、若干の入れ替えはあるものの、中国・日本・韓国・ドイツの 4 か国は嬉しくないオリジナルメンバーとして名を連ねており、事実、この 4 か国が通商問題においてよく名前が挙がる。

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。なお、条件を 2 つ満たさなくても「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」場合でも監視リストに入る。この条件は①しか満たしていない中国を意識したものだろう。周知の通り、トランプ政権の通貨・通商政策の評価軸はあくまで「対米貿易黒字の大きさ」であるため、①～③の重要性は等しいものではなく、①の重要性が突出して大きいものだと考えられる。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 6 か国の今後は予断を許さない。

ちなみに監視リスト掲載国でとりわけ米国の関心度が強いと思われる中国・日本・韓国・ドイツのうち、韓国は先般の FTA 交渉で一撃を見舞ったばかりであり、中国は為替以外の部分(通商交渉

だけではなく外交関係)で神経質な交渉が続いている。中間選挙を控え(中長期的には 2020 年の再選を見据え)、米国が為替相場に絡めて何らかのアピールを考えているのだとしたら、日本やドイツが消去法として標的になりやすい情勢に思われる。後述するように、その上で 2017 年に限れば、ユーロ相場は急騰したものの円相場はやや下落しており、「為替調整の甘さ」という点では円が

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は18年4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	375	1.4%	-0.9%	168	-0.6%
メキシコ	71	-1.6%	0.2%	-18	-0.2%
日本	69	4.0%	3.3%	197	0.0%
ドイツ	64	8.1%	0.6%	299	-
イタリア	32	2.8%	0.9%	54	-
インド	23	-1.5%	-0.2%	-39	2.2%
韓国	23	5.1%	-0.9%	78	0.6%
カナダ	18	-3.0%	-0.6%	-49	0.0%
台湾	17	14.6%	3.1%	84	1.3%
フランス	15	-0.6%	0.4%	-15	-
スイス	14	9.8%	1.4%	67	6.6%
英国	-3	-4.1%	1.3%	-107	0.0%
ブラジル	-8	-0.5%	3.8%	-9	0.1%
ユーロ圏(※)	133	3.5%	1.0%	440	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12月までの1年間(4四半期)」を対象としている。

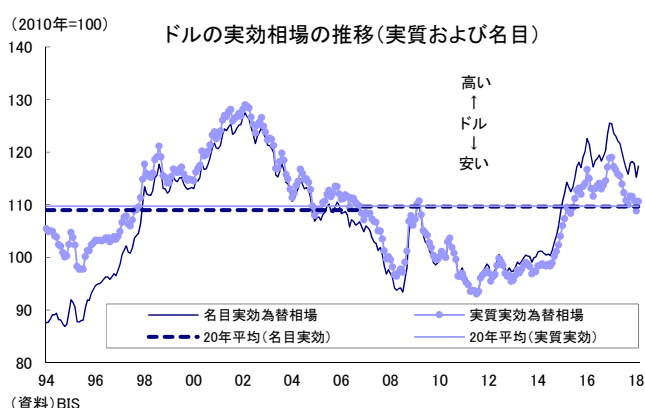
突出している。この状況で 17～18 日に日米首脳会談が到来するということは念頭に置きたい。

～原則論に強い拘りを見せる米財務省～

個別国(本欄においては特に日本とユーロ圏&ドイツ)に関して注目される表現は多々見られるが、それ以前の「為替相場(Foreign Exchange Markets)」の項目からも米財務省の現在のテンションが感じ取れたので、まずこれを見ておきたい。2017 年のドル相場が名目および実質実効ベースで大きく下落したこと、その背景としては ECB、イングランド銀行、カナダ中銀などにおける金融正常化の動きがあったこと、そのほか主要なアジア新興国通貨に対しても下落したことなどが指摘されている。なお、2017 年末時点でのドルの実質実効為替相場(REER)は 20 年平均と概ね一致しているともあり(図)、この点、相場における不均衡が解消されたかのような書きぶりも見られた。

しかしながら、IMF による為替相場評価(「the 2017 External Sector Report」)を引き合いに出し、スイス(フラン)や日本(円)の不均衡は拡大したとあり、とりわけ円については「REER が 2017 年に下落し、20 年平均対比で▲25%近く割安」との言及もある。この円に係る指摘は当然、日本個別の項目にも見られ、過去 2 回のレポート(つまり過去 1 年)から引き継いだものでもある。本欄では繰り返し論じている点だが、米財務省が円に対し抱く違和感はやはり特別なものがあるのではないかと。

ちなみに、この項目では「2017 年は多くの通貨で然るべき不均衡の調整が進まなかった」とある。円は確かにそのような通貨の代表格だが、スイスフランの REER などは長期平均対比でむしろ割高

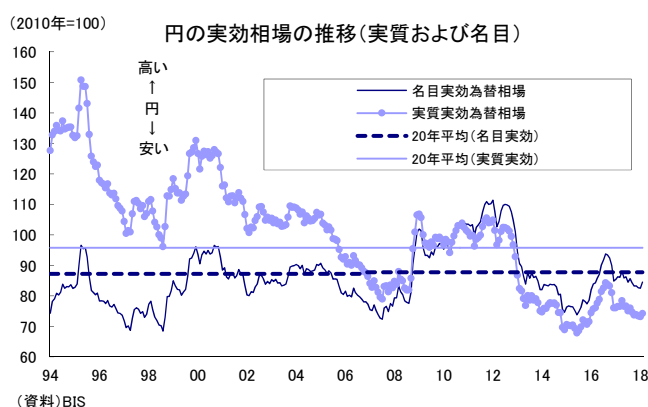


にあったものが 2017 年は割高感がやや薄まるという意味で「然るべき不均衡の調整」がしっかり進んだ¹。これは報告書の末尾にある「Real Effective Exchange Rate Adjustments」の項を読むと分かる。微に入り細を穿つような説明は避けるが、どうやら REER が上昇していることが認められたとしても、その国が依然として大きな経常黒字(％、対 GDP)を抱えているのであれば、継続的に当該国通貨の増価が見られて然るべきだというのが報告書の基本姿勢としてあるように見受けられる。実際、スイスなどは GDP 比で見れば依然として巨大な経常黒字を抱えているため、筋論から言えば、これを解消するために一貫したフラン相場の上昇が必要ということになる。

とすれば、2017 年のフラン相場が長期平均対比での上方乖離を解消するように下落したことについては「経常収支を調整するという意味からは適切ではない」というように考えているのだろう。経常収支や貿易収支にまつわるフローが為替相場を規定するような時代ではなくなっていると思うが、今の米財務省は「赤字国通貨は下落し、黒字国通貨は上昇すべき」という原則論に非常に強い拘りを持って主張を展開しているように見受けられる。

～日本:定着する「気まずい」構図～

気になる日本については2017年を通じて対ドルでの名目相場がやや円高になったことは認められており、とりわけ2018年に入ってから幅をもって円高が進んでいることも指摘されている。だがそれでも、2017年から今年2月までの間に REER で▲2.4%と下落していることが指摘されており、現状の評価としては「過去20年平均対比で▲25%割安」と明記され、名目実効為替相場(NEER)についても2013年上半期以降、長期平均対比で見れば割安である、との記述が見られている(図)。



総じて対米貿易黒字や経常黒字(％、対 GDP)の大きさは依然不変である上、為替相場も米国の意に沿わぬ方へ動いているという状況である。さらに言えば、円は REER が長期平均対比で然るべき方向(割高ならば下落、割安ならば上昇)へ「動いていない」唯一の主要国通貨であることも考えれば、過去の本欄²でも議論したように、17～18 日の日米首脳会談を前に相当「気まずい」構図が出来上がっていることは間違いない。この状況で 2 国間の通商交渉を求められた場合、少なくとも米国が日本に対して為替調整を迫るだけの理由は相応にあると考えられる。

なお、首脳会談に関しては、シリア情勢で手一杯であるところに、通商問題まで議論が及ぶのかどうかという見方はあるが、それで事なきを得たとしても、「たまたま今回は大丈夫だった」というだけの話であり、根本的な懸念はやはり残る。

ちなみに、もう 1 か所、気掛かりな部分もあった。今回は日本経済に対する総論として「日本は金

¹ この論点に関する詳しい議論は本欄 2018 年 3 月 16 日号『実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～』をご参照下さい。

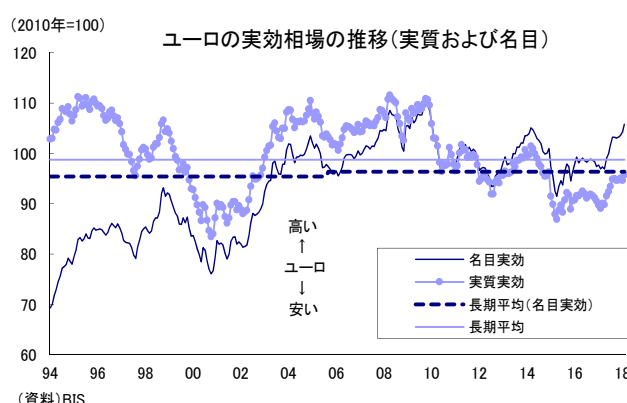
² 脚注 1 と同じ。

融緩和や柔軟な財政政策に裏付けされた潜在成長率以上の成長を利用し、構造改革を進めるべき (Japan should take advantage of the current window of above-potential economic growth, underpinned by accommodative monetary policy and flexible fiscal policy, to enact critical structural reforms)」とあった。これが今回、「日本は堅調な成長を利用し、国内経済活動の持続的な拡大をサポートする構造改革を推進すべき (Japan should take advantage of the current window of steady growth to enact critical structural reforms that can support sustained faster expansion of domestic activity, create a more sustainable path for long-term growth, and help reduce Japan's public debt burden and trade imbalances)」へ修正されている。金融・財政政策に係るサポートについて言及を削った理由はどこにあるのか。穿った見方をすれば、これらを快く思わないという本音が滲み出ている可能性もあり、円高局面での日銀の挙動を制約するような話にならないか注視していきたい。

～ユーロ圏とドイツ: 全く評価されないユーロ高～

また、今回殆ど報じる向きは無いが、ユーロ圏とりわけドイツへの主張も相応に強いものが感じられた。周知の通り、過去 1 年で急騰したユーロ相場だが、報告書では「歴史的に見ればそれほど強いわけではない (not notably strong from a historical perspective)」という評価であり、むしろ域内の経済・金融環境の進展を踏まえれば当然という雰囲気醸し出している。また、「最近のユーロ上昇は危機や(緩和に傾斜していた)金融政策を受けて過去数年で下落していたことからの反発」といった文言もあり、やはり上昇に満足を見せるような気配はあまり感じられない。

むしろ、域内経済に地力の差があることから、「一部の強国に対してユーロの REER は過小評価」との記述も見られ手厳しい。2018 年 2 月までの直近 1 年間でユーロは対ドルで +15.7%、NEER で +8.6% と大幅上昇が認められているものの、「REER で見れば +5.7% とより穏当であり、20 年平均対比で見れば依然として▲3% 割安」とむしろ上昇余地を指摘している。ちなみに「対ドルでは 20 年平均より約 +1%



高い」とあり、少なくとも通貨安批判は控えられているが、やはり REER への評価を中心として「確かに大きく上がったものの、今が高いわけでは全くなく、むしろもう少し上がっても不思議ではない」というのが本音に近いように見受けられる。総じて昨年来のユーロ高は全く評価されていない。

こうした通貨ユーロへの批判は概ねドイツへの批判に引きずられたものである。「低い原油価格や国内貯蓄もしくは弱い消費・投資を促すようなドイツの経済政策によって、同国の経常黒字は急増しており、2017 年は 2990 億ドルと名目金額ベースでは世界最大となった」と指摘されている。また、ドイツ国内の物価・賃金とユーロ域内のその間に乖離が生まれており(ドイツの方が得てして低い伸びにある)、これがドイツの域内における競争力を高め、それが不均衡を生んでいるという馴染みの構造問題も取り上げられている。さらに「最近の名目ベースにおけるユーロ相場上昇もドイツの強い競争力に則した (tracked した) ものではない」といった趣旨の指摘もあり、「(ドイツだけを考えれば) 本来はもっと上昇しなければおかしい」という思いを隠していない。また、IMF の分析を引

用する格好で「ドイツの対外経済ポジション(≒経常収支)はファンダメンタルズから示唆されるよりも大分強い」とダメ押ししている。

これでは終わらず、ドイツの経済政策に対する批判も続く。緊縮路線が国内の消費・投資意欲を削ぎ、これが結果的に経常黒字の大幅拡大を招いていることも指摘されている。過去の本欄³でも議論しているが、貯蓄・投資(IS)バランスにおいて国内経済部門が全て貯蓄過剰という状況は異常であり、まさにこれが報告書では指摘されている。「最新のデータでは内需の急悪化や GDP に占める個人消費の割合低下が見られる」とあり、「対外バランスの調整を合理的なペースで進めるために、成長志向型の税制やその他改革で内需をサポートする必要がある」と提言されている。

結論部分ではドイツの対米黒字については過剰かつ重大な関心事(a matter of significant concern)とあり、金融政策がドイツの一存では決められないことや同国が完全雇用であることを差し引いても世界第4位の経済大国としてグローバルインバランスの是正に寄与する責任があると断じている。斯かる状況に対してドイツが提示できる処方箋は拡張型財政(ユーロ圏共同債などの域内の所得移転策含む)への移行しかありえないわけだが、早晚実現するのは難しそうである。

～為替相場への含意:「ファーストアクションの有無」は重要ではない～

案の定と言うべきか、市場はこうした為替政策報告書に対してさほど反応していない。先週のレビューでも述べたが、「ファーストアクションの有無」ばかりに目を奪われて米国の通貨・通商政策の方向感を蔑ろにするようなことがあってはならないというのが筆者の基本認識である。強い思いが込められているのは間違いないとはいえ、為替政策報告書で表記できるのは計数に基づいた議論のみである。そして、具体的な制裁行動は為替操作国認定が必要である。監視リスト掲載段階では口頭注意にとどまるに過ぎない。しかし、だからといって材料なしという処理も難しいだろう。

為替見通し策定上、これから二国間交渉を仕掛けてこようという相手国(しかも基軸通貨国)の財務省から「貴方の国の通貨は割安過ぎる」と言われている事実は相応に重い。冒頭でも述べたように、中国や韓国に対しては既に個別事情で動き始めている現状もあり、残る日本やドイツへの処遇はどうしても気にせざるを得ない。正確に言えば既に EU と米国は報復合戦の様相を呈していることから、現状のところ、「監視リスト掲載国だがお咎めなし」という主要国は日本くらいとも言える。鉄鋼・アルミ関税の除外要請が拒絶されたことの意味をとりあえず首脳会談で推し量りたい。

いずれにせよ、保護主義志向を隠さない米政権の下でドル相場が騰勢を強めるのは難しく、ドル/円相場はダウンサイドリスクの方が大きいという筆者の考えは不変である。むしろ報告書を経て、その思いは強まったとさえ感じている。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

³ 2018年4月5日号『ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～』をご参照下さい。

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
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クワディンク・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不確な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステッピングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状