

みずほマーケット・トピック(2018年10月15日)

## 為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～

ムニューシン米財務長官が日本との物品貿易協定(TAG)に関し「為替問題は同交渉の目的の一つ」と述べ、通貨安誘導を封じる為替条項を日本にも求める考えを明らかにした。これまでの貿易交渉においても NAFTA や韓国に対しても同論点は取り上げられていたので、「出るべくして出たニュース」という印象だが、変動為替相場制を採用する主権国の通貨政策に正面から介入するのはやはり異例。日本は日米欧三極において最も金融政策の正常化が遅れている国でもあることから、通貨安批判が直ぐに金融政策批判にリンクしやすいという点を念頭に置きたい。金融政策に累が及べば為替市場は必ず直情的に反応する。それだけは避けたいというのが日本側の心境。もちろん、為替条項の導入が即円相場に影響をもたらすわけでもない。しかし、これまで全力で「貿易」と「為替」の問題を切り離すことに躍起になってきた結果、それ(為替)が弱点であるということが浮き彫りになり、つけ込まれやすくなっている部分はありそう。

### ～セオリー通りの為替条項要求～

10月13日、バリ島で行われていた20か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議後、記者団に対し、ムニューシン米財務長官は新たに交渉が始まった日本との物品貿易協定(TAG)に関し「為替問題は同交渉の目的の一つ」と述べ、通貨安誘導を封じる為替条項を日本にも求める考えを明らかにした。トランプ米政権発足以降、日米貿易交渉の拘れは常に市場の注目論点だったが、それはこうして交渉の俎上に「為替」が入ってくることを警戒したものだ。北米自由貿易協定(NAFTA)交渉でも、米韓FTA修正交渉でも為替条項の導入は議論され、導入に至っている。

NAFTA新協定(USMCA)に係る協定文には相手国が輸出競争力の改善を企図して通貨安誘導した場合、報復関税などの対抗措置を認めるとする為替条項が明記されている。米国、メキシコ、カナダの協定国間において相手国の通貨切り下げが疑われる場合、60日間にわたる協議で解決できなければ紛争解決のための小委員会に審理を委ねることになっているという。ここで為替操作が認定されれば報復関税などの対抗措置が容認される。片や、米韓FTA修正交渉の署名は9月24日に両首脳間で行われているが、ここにおける為替条項の取り扱いは未だ物議を醸している。署名に際し、ホワイトハウスは「FTAの条文とは別に、米国の財務省は競争的な通貨切り下げと不公正な競争優位をもたらす慣行を避けることで韓国と合意している」と発表し為替条項の合意を公にしているが、韓国政府は為替条項に関し「米韓FTAとは別の事案」との見解を示し「為替に関する新たな合意はない」と否定している。元より今年3月時点で「為替条項は付帯協定の1つであり、法的拘束力を伴わない」との整理になっていたはずだが、その付帯協定の公文書は今のところ発表がない。カナダ、メキシコと異なり、通貨高に伴う輸出競争力の劣化が死活問題になりやすい経済構造も手伝い、為替条項を巡る論点は一筋縄ではいきそうにない。

韓国に対して一方的に合意を主張したような経緯を踏まえれば、今回の日米TAG交渉に絡んで

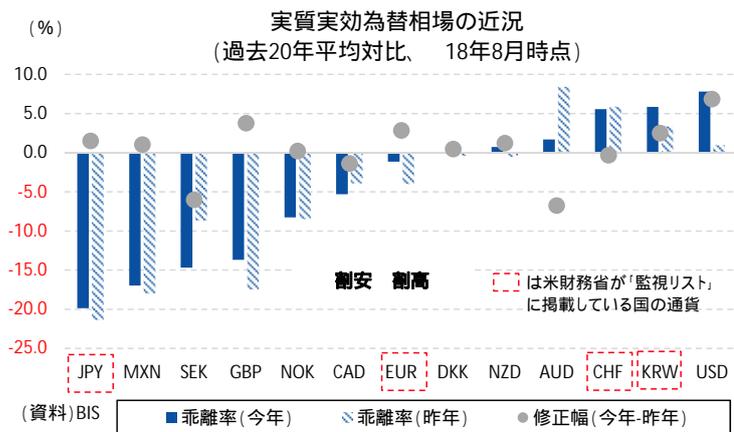
為替条項の要求が出てきたこと自体、意外感はない。10月14日、茂木経済財政・再生相は為替条項の要求について9月の日米首脳会談でまとめたTAG交渉に係る共同声明には「為替のかの字もない」と述べ一蹴しているが、米韓FTAと全く同じ構図である。

ムニューシン財務長官は「これからの貿易交渉では、どの国とも為替問題を協議していく。日本を例外にすることはない」と強調している。これは日本に対し厳しい物言いであるようにも見えるが、「日本だけに言っているわけでもない」というセオリー通りの対応とも言える。これがトランプ政権の基本動作ということなのだろう。もちろん、変動為替相場制を採用する主権国の通貨政策に正面から介入するのは異例だが、「出るべくして出たニュース」というのが第一印象と言わざるを得ない。

### ～為替条項自体に問題があるわけではない～

USMCAで想定されるプロセスのように、為替条項を理由とする制裁を導入するにしても、その発動までに幾つかのハードルを設けるだろう。しかし、事ここに至るまでのトランプ米大統領の言動を踏まえる限り、「不正に為替操作している」という主張が無根拠に乱用され、制裁関税の決断に至るもしくは納得のいく水準まで相手国通貨を上昇に至らしめるという展開が懸念される。そもそも為替条項が掲げる「為替介入を含む競争的な通貨切り下げの防止」という大義には一点の誤りもなく、これ自体に反対する余地はない。問題は条項を援用する為政者の資質であり、この点でトランプ政権は相当な不安を抱えるというのが正確な読み方になるだろう。

この点、トランプ大統領就任前から米財務省の円相場に対する目線は厳しいものであったことも忘れてはならず、就任後においては実質実効為替相場(REER)が長期(20年)平均対比で 20%割安であるとの指摘が続いている。本稿執筆時点で最新となる8月時点のREERは長期平均に照らして、やはり 20%ほど割安であり(図)、1年前と殆ど変わっていない。



この間、為替政策報告書は「割安だ」と意思表示してきたわけであるから、これから始まるTAG交渉で円相場に不満を漏らすのは自然な流れでもある。

さらに悪いことに日本は日米欧三極において最も金融政策の正常化が遅れている国でもある。ゆえに、通貨安批判が直ぐに金融政策批判にリンクしやすいという点を念頭に置く必要がある。金融政策に累が及べば為替市場は必ず直情的に反応する(緩和縮小の連想から円高になる)。それだけは避けたいというのが日本側の心境ではないか。

### ～庇うほど「弱点」として露呈した「為替」～

もっともトランプ政権の狙いは為替条項の導入そのものよりも、これをちらつかせることによって通商上、実利的な何かを獲得することにあるだろう。歴史的に貿易摩擦を繰り返してきた経緯もあって、日本から米国に拠出できる通商カードはもはや多くないというのがもっぱらの下馬評である。で

あればこそ、日本にとって痛手となるようなカードを創り、これをちらつかせない限りTAG交渉でトランプ大統領が得点を稼ぐのは難しいのが実情と推測される。具体的には米国産農産品や防衛装備品の輸入拡大、日本車輸出の規制、各種非関税障壁の撤廃など、米国として要求したいことは沢山あると思われるが、これらを通す上で一番効果てき面なカードが「為替」であることは米国も分かっているのだろう。周知の通り、日本は当初から全力で「貿易」と「為替」の問題を切り離すことに躍起になってきたし、筆者を含む市場参加者もそれこそが最良の戦術だと疑わなかった。しかし底えれば底うほどそれが弱点であるということが露呈するのも確かでありで、つけ込まれやすくなる部分もある。先進国の中でも為替に異常な執着心を見せる気質が招いた展開と言える。

もちろん、為替条項が導入されたからと言って、それが即円相場に影響をもたらすわけでもない。それはあくまで米国側がTAG交渉を有利に進めたいがためのカードであり、この情報だけをブレイクアップして大騒ぎするものではあるまい。しかし、事の次第によっては金融政策まで罅が及びかねない「芽」が出来たことは頭の片隅にリスクシナリオとして置いておきたいところである。

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](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。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。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                      |
|-------------|---|
| 2018年10月12日 | 週末版(国際と統計が示唆するドル高リスク-ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか-)      |
| 2018年10月11日 | NYダウ平均株価の大幅調整について-起こるべくして...-                   |
| 2018年10月10日 | ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係                          |
| 2018年10月9日  | 米9月雇用統計を受けて-「想定外の加速」は継続中-                       |
| 2018年10月5日  | 週末版(ECBが迎える「未知の世界」-緊縮下での金融引き締め-)                |
| 2018年10月4日  | ドイツ化するユーロ圏-求められる正しい陣頭指揮-                        |
| 2018年10月3日  | イタリア政局の整理-今回ばかりはイタリアに言い分も-                      |
| 2018年10月2日  | 外国人労働者受け入れ拡大-昔「円高是正」、今「人手不足」-                   |
| 2018年10月1日  | 円高見通しが実現していない理由                                 |
| 2018年9月28日  | 週末版   |
| 2018年9月27日  | FOMCを終えて-見えてきた転換点-                              |
| 2018年9月25日  | メインシナリオへのリスク点検-オーバーキルを巡る見解-                     |
| 2018年9月21日  | 週末版   |
| 2018年9月20日  | 安倍首相による緩和撤退宣言-言うは易し...だが-                       |
| 2018年9月19日  | 市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか?                           |
| 2018年9月18日  | 基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」-機能面からの再考-                     |
| 2018年9月14日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて-再投資方針とユーロ高に対するヒントあり-)          |
| 2018年9月13日  | 突然の基軸通貨宣言をどう読むか-コンケル発言について-                     |
| 2018年9月12日  | 続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」                       |
| 2018年9月10日  | リーマン10年で注目される次のショックの「芽」                         |
| 2018年9月7日   | 週末版(「次の標的は日本」の本気度-第2回日米貿易協議(FFR)を前に-)           |
| 2018年9月6日   | 軟化を続けるソフトデータ-肉肉な米経済の好調-                         |
| 2018年9月5日   | ECB利上げを巡り政治的な動き? -ECOFINのテーマに-                  |
| 2018年9月4日   | 主要通貨で「膠着」が続く理由-厳罰は新興国に-                         |
| 2018年9月3日   | 「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観                           |
| 2018年8月31日  | 週末版   |
| 2018年8月29日  | 米国株独り勝ちをどう読むか? -BISビューに基づく抑制へ-                  |
| 2018年8月28日  | メインシナリオへのリスク点検-高まる欧州政治リスク-                      |
| 2018年8月27日  | ECB総裁が欧州委員長か-メルケル独首相の憂心-                        |
| 2018年8月24日  | 週末版   |
| 2018年8月20日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)                     |
| 2018年8月17日  | 週末版(2018年上半期の対外資金フローの整理-色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロック」-)   |
| 2018年8月15日  | イタリア国債利回りの急騰-もう1つの潜在的危機-                        |
| 2018年8月14日  | 第二次資本流出局面が始まったのか?                               |
| 2018年8月13日  | トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃                        |
| 2018年8月10日  | 週末版   |
| 2018年8月9日   | ボンド安が支えるユーロ堅調-元安、トルコリラ安も-                       |
| 2018年8月8日   | 2018年上半期の円相場の基礎的需給環境                            |
| 2018年8月7日   | 中国の米国債売却はあり得るのか?                                |
| 2018年8月6日   | ソフトデータが暗示する世界経済失速                               |
| 2018年8月3日   | 週末版(BOE利上げの正しい読み方-市場の本音は「理解に苦しむ」-)              |
| 2018年8月2日   | FOMCを終えて-肅々とオーバーキルを予想-                          |
| 2018年8月1日   | 日銀金融政策決定会合を終えて-いつまでもチャンスは無い-                    |
| 2018年7月30日  | メインシナリオへのリスク点検-いよいよ「伝家の宝刀」? -                   |
| 2018年7月27日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて-金利ガイダンスの正しい読み方-)               |
| 2018年7月26日  | 日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性                         |
| 2018年7月20日  | 週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時-「保険の売り」は慢心の表れ-)         |
| 2018年7月19日  | 危うい「理由なきドル/円上昇」-金利・物価情勢は支持せず-                   |
| 2018年7月17日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)                     |
| 2018年7月17日  | 貿易戦争懸念と為替市場の現状-一部市場に異変も-                        |
| 2018年7月13日  | 週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」-米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中-) |
| 2018年7月12日  | ドイツ住宅市場の現状と展望-見過ごされる「バブルの芽」-                    |
| 2018年7月10日  | 混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス-論点整理-                       |
| 2018年7月9日   | 米中間戦の時-欧州も巻き込み貿易大戦の様相か? -                       |
| 2018年7月6日   | 週末版   |
| 2018年7月5日   | ECBを待ち受ける険路-「訓練の秋」-                             |
| 2018年7月4日   | EUが迎える新たな危機-債務危機から難民危機へ                         |
| 2018年7月3日   | 米中貿易摩擦の読み方-「返り血」は避けたい米国-                        |
| 2018年7月2日   | 2018年上半期を終えて-予測の王道は変わらず-                        |
| 2018年6月29日  | 週末版   |
| 2018年6月27日  | メインシナリオへのリスク点検-再び先鋭化した保護主義-                     |
| 2018年6月26日  | またも生き残ったメイ首相-EU離脱法案の成立-                         |
| 2018年6月22日  | 週末版   |
| 2018年6月21日  | ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機                            |
| 2018年6月20日  | 「ユーロ危機2.0」への警告-米国とイタリアの挟撃-                      |
| 2018年6月19日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)                     |
| 2018年6月19日  | 改めて整理する「中立金利との距離感」-分水嶺-                         |
| 2018年6月15日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて-「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案-)     |
| 2018年6月14日  | FOMCを終えて-「後ろめたさ」を抱きつつの運営に-                      |
| 2018年6月13日  | 米朝首脳会談-市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」-                   |
| 2018年6月12日  | アベノミクス高値「125.86円」から3周年                          |
| 2018年6月11日  | FOMCプレビュー-テーマは「中立金利との距離感」-                      |
| 2018年6月8日   | 週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について-成長を望むなら-)                 |
| 2018年6月7日   | 主要な景気先行指標の現状-世界経済の失速は露わに-                       |
| 2018年6月6日   | ECB政策理事会プレビュー-イタリア危機を越えて-                       |
| 2018年6月5日   | イタリア危機は去ったのか? -このままでは済まず-                       |
| 2018年6月4日   | 鮮明になった「G6+1」の構図                                 |
| 2018年6月1日   | 週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか-イタリア発スペイン経由南米行き? -)      |
| 2018年5月30日  | 17年末の本邦対外資産・負債状況-安全通貨「円」の本領-                    |
| 2018年5月29日  | 続・イタリア政局の現状と展望-ECBが被る誤算-                        |
| 2018年5月25日  | 週末版   |
| 2018年5月23日  | イタリア政局の現状と展望-論点整理-                              |
| 2018年5月22日  | 「双子の赤字」と整合的なドル安予想                               |
| 2018年5月21日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)                     |
| 2018年5月21日  | 上がらない米インフレ期待から何を読むべきか?                          |
| 2018年5月18日  | 週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について-金融市場は「我慢比べ」の段階に-)     |
| 2018年5月17日  | 軟化するユーロ相場の現状と展望について                             |
| 2018年5月16日  | 次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について                        |
| 2018年5月15日  | APPの総括と今後の展望-仏中銀総裁講演を受けて-                       |
| 2018年5月14日  | 米金利上昇の「負の側面」-家計・企業・海外-                          |
| 2018年5月11日  | 週末版   |