

みずほマーケット・トピック (2018 年 10 月 18 日)

為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～

米財務省から半期に 1 度となる為替政策報告書が公表された。今回も為替操作国認定された国はなかったが、中国を筆頭に日本、韓国、インド、ドイツ、スイスといった従前通りの 6 か国が監視リストに。リスト掲載国への具体的な制裁は伴わないが、今後 6 か月をかけて再び審査の対象になる。その中で日本やドイツ (ユーロ圏) は通商交渉に挑まねばならない。なお、前回の報告書までは『Treasury Assessments of Major Trading Partners』の部分において監視リスト掲載国への意見が表明されていた。しかし、今回からは『Treasury Conclusions Related to China』と『Treasury Conclusions Related to Other Major Trading Partners』が別立てになっている。直前までトランプ米大統領が中国の為替操作国認定を要求していたという報道と平仄の合う変更だろう。監視リストは為替操作国認定の一步手前とされるが、リスト掲載国の中でも中国が抜きん出たと考えて良いだろう。とりわけ元安への警戒感がこうした変更を促した模様。円に対する割安記述は消えたが、ドル高への不満は見られており、その認識が消えたわけではなさそう。

～監視リスト掲載国の中でも中国は特別扱いに～

昨日は米財務省から半期に 1 度となる為替政策報告書が公表された。今回も為替操作国認定された国はなかったが、中国を筆頭に日本、韓国、インド、ドイツ、スイスといった従前通りの 6 か国が監視リストに指定された (下表)。リスト掲載国への具体的な制裁は伴わないが、今後 6 か月をかけて再び審査の対象になる。その中で日本やドイツ (ユーロ圏) は通商交渉に挑まねばならない。

2016 年 4 月に掲載が始まった監視リストは中国・日本・韓国・ドイツの 4 か国がオリジナルメンバーとして名を連ねており、実際、この 4 か国はトランプ政権の批判の矛先として常連である。改めて

監視リストを巡る三条件の現状 (色付きの国は18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	390	0.5%	-2.3%	68	0.0%
メキシコ	73	-1.6%	0.3%	-20	0.0%
日本	70	4.0%	1.8%	198	0.0%
ドイツ	67	8.2%	0.0%	329	-
イタリア	32	2.8%	1.0%	57	-
インド	23	-1.9%	-0.6%	-50	0.2%
韓国	21	4.6%	-2.3%	73	0.3%
台湾	17	14.3%	1.4%	85	1.2%
スイス	17	10.2%	0.0%	72	2.4%
フランス	16	-0.6%	-0.2%	-16	-
カナダ	15	-3.1%	0.0%	-53	-
英国	-7	-3.5%	1.5%	-98	-
ブラジル	-9	-0.7%	3.5%	-14	-2.0%
ユーロ圏 (※)	143	3.6%	0.7%	486	0.0%

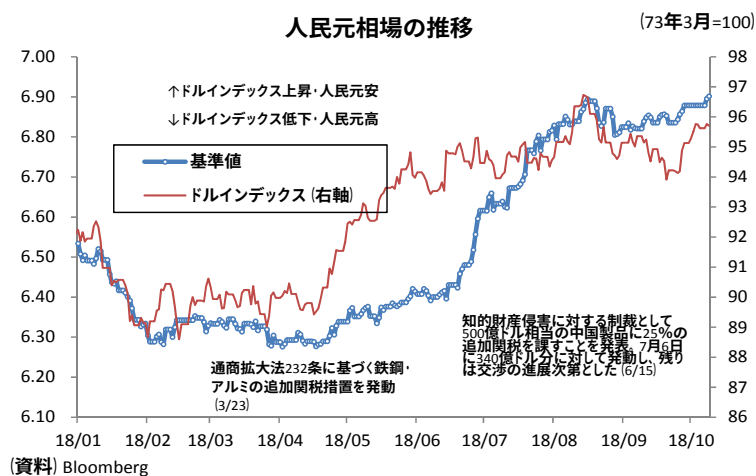
(資料) 米財務省、※米財務省による推計。対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「18年6月までの1年間 (4四半期)」を対象としている。

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。

なお、これまで中国は条件を①しか満たしていないが「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」ということを理由に監視リストに掲載されてきた。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」であることを裏付ける動きだったが、今回はこうした中国への照準がよりはっきりした報告書の構成に変わっているように見受けられた。というのも、前回の報告書までは「Executive Summary」の中の『Treasury Assessments of Major Trading Partners』との小見出しにおいて、中国や日本、ドイツなどへ監視リスト掲載国への意見が表明されていた。しかし、今回は「Executive Summary」の中で『Treasury Conclusions Related to China』と『Treasury Conclusions Related to Other Major Trading Partners』が別立てに設けられており、監視リスト掲載国の中でも中国の取り扱いだけは特別となっている。直前までトランプ米大統領が中国の為替操作国認定を要求していたという報道があったのだから（それゆえに報告書の公表が遅れたという推測まで出ている）、こうした報告書の構成変化に違和感はない。監視リストは為替操作国認定の一手手前とされるが、リスト掲載国の中でも中国が抜きん出たことを示したと考えられる。

～元安相場に腹に据えかねたか～

具体的に『Treasury Conclusions Related to China』には何が記述されていたのか。前回までは「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」ことが中国向けの記述として見られた（しかし、それとて中国を名指ししていたわけではなかった）。この記述は今回の報告書でも残っているが、これに加えて中国については「中国は為替政策の慣行について厳密な監視をすべく、引き続

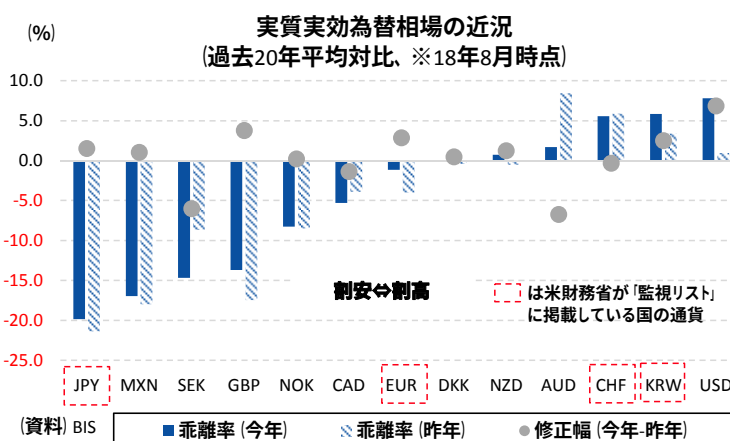


きリストへの掲載が正当化される」、「財務省としては人民元の下落を懸念しており、今後6か月、中国人民銀行との協議を含め再審査していく」と記述されている。その後、3900 億ドル（今年6月までの1年間）にのぼる貿易黒字への批判が続くが、やはり今年6月以降の人民元の下落について相当腹に据えかねる部分があるのだろう。元安は中国のファンダメンタルズを映じた動きという部分もあろうが、ちょうどトランプ政権が通商法 301 条を根拠に知的財産権侵害を理由とする追加関税を発表した6月半ばから人民元が急落しているため、通貨政策の恣意性を完全に否定するのも難しいという状況証拠がある。概ね7～9月には元安に応じてドル高が進んでいたようにも見えるので（図）、元安が米中貿易戦争のカードとして使われたとの思いを財務省が抱いても不思議ではない。

～記述なくとも円への割安認識は残っている～

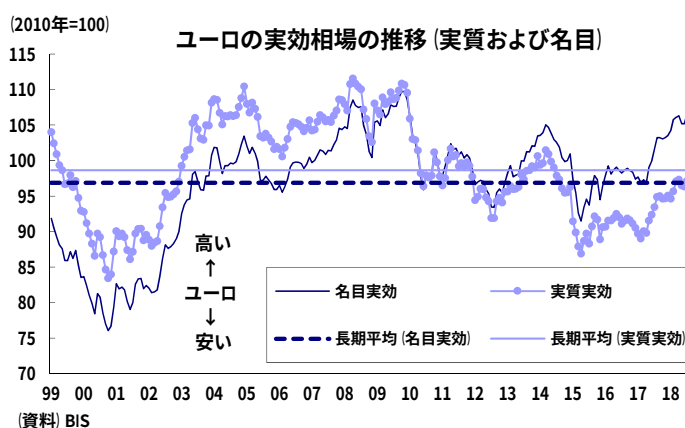
なお、これまで懸案とされてきた円に対する「実質実効為替相場 (REER) は 20 年平均に照らして 25% 近く安い」との記述は今回見られていない。ユーロに対して「20 年平均に関して言えば、実質実効ベースで 1% 安く、対ドルで 4% 安い」との記述が見られていることを思えば、より大きな下方乖離が放置されたままの円に対する記述が削られていることには違和感を覚える。だが、米国が円に対する割安認識を変えた

という話にはなるまい。というのも、報告書冒頭の「Foreign Exchange Markets」の項においては IMF 分析を引用してドルが実質実効ベースで過大評価となっていることが指摘されており、「米国の主要貿易相手国の REER は既存の不均衡 (pre-existing misalignments) を調整する方向には概ね動いていない」と明記されている (なお、類似の記述は前回 4 月の報告書にもあった)。「既存の不均衡」という意味で円が大幅な割安通貨であることは論を待たず (図)、これは過去 1 年間で全く変わっていない。8 月時点で円の REER は過去 20 年平均対比で約▲20% 割安である。



～ユーロ圏とドイツに対する思いも強そう～

ちなみに「Foreign Exchange Markets」の項ではユーロ相場に関し、対トルコリラや対東欧通貨に対する大幅上昇によって、実効ベースでの通貨上昇が進んでいるとの事実も認められている。この点は過去の本欄でも議論してきたものであり、ECB 政策理事会でも関心事項にもなっている¹。右図に示す通り、ユーロ/ドル相場の軟調な印象とは裏腹に、2018 年に入ってからユーロ相場は実効ベースで上伸しており、名目ベースでの上方乖離はかなりまとまった幅に至っている。



とはいえ、対ドルでユーロ安が進み世界最大の経常黒字を稼いでいる以上、トランプ政権のスコープからユーロ圏やドイツが外れることはない。実際、国・地域別の記述に目をやれば、ユーロ圏やドイツに対してはかなり率直さが見受けられた。報告書では域内の成長率にばらつきがあることが指摘された上で、これにより一部の強国 (例えばドイツ) にとってユーロが過小評価になっていると指摘されている。なお、為替政策報告書では所々、IMF の『External Sector Report』の分析が引用されているが、ドイツに関しては「IMF の推計によればドイツの対外ポジションはファンダメンタル

¹ 本欄 2018 年 9 月 14 日号『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～』をご参照下さい。

ズから示唆されるよりも大分強く、実質実効為替相場も 10～20%割安とされている』との指摘が見られている。2018 年版の『External Sector Report』ではドイツの適正な経常黒字を GDP 比+5.0%程度と示しているが、実際は+8.0%もあり、総合評価 (Overall Assessment) は「Substantially Stronger」とされている。このドイツの動きに引きずられる格好で、ユーロ圏全体も経常黒字が増加していることから、総合評価が「Broadly Consistent」から「Moderately Stronger」へと引き上げられている。これは IMF としては初の判断であることも為替政策報告書では指摘されている。

しかし、周知の通り、ドイツの強さはユーロ圏の欠陥構造に乗じた部分も多分にあるため、全てがドイツの責に帰するわけでもない。この点は報告書でも「ドイツが自身の金融政策を執行しているわけでもなく、(外需だけではなく) 国内の力強い雇用回復が実現していることも認識しているが…」という一文にも現れている。「そうであっても世界第 4 の経済大国としてグローバルインバランスの解消に寄与する責任がある」というのが報告書の論調だが、やや苦しさは拭えない。絶好調の国内経済と不作為の通貨安というのは批判する側からすれば死角が全く無い。通貨安はあくまで ECB の判断であり、当のドイツも引き締めを望んでいるのだから批判される筋合いは無い。これまでのドイツは内需不足が指摘され、これが批判のネタに使われてきたものの、今や国内資産市場はバブルの様相であり、少なくとも雇用市場に改善の余地は殆ど無いと目される。

かかる状況下、米国がドイツにできる要求事項は域内の所得移転を円滑にすべくユーロ圏共同債ないしユーロ圏財務省を設立せよという恒例且つ遠大な結論に帰着するしかない。今回の報告書は明らかにドイツに対して「攻めあぐねている」という印象が拭えず、ユーロ圏にある限り、ドイツの無敵性が崩れることは無いという印象が一段と強まった。

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

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.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10月17日	フレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信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	ベシ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～今回はやはり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～ユニケル発言について～
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)の前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
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～敵寄せは新興国に～
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年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
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	ポ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～
	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	米中開戦の時～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～「試練の秋」～
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英首相～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～米国とイタリアの決戦～
	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～「APP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
	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