

みずほマーケット・トピック(2019 年 5 月 29 日)

米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～

米財務省がようやく為替政策報告書を公表した。今回も為替操作国認定はなかったが、監視リスト対象国は 6 か国から 9 か国へ増加。今回も中国の扱いが大きく、例えば国別の分析を見ても、日本の 1.5 ページに対し中国は 3 ページと大きい。なお、今回の報告書では監視対象 9 か国のうち 3 か国(ドイツ、イタリア、アイルランド)がユーロ加盟国になった。「ユーロ圏の経常黒字 ドイツの経常黒字」とのイメージが持たれやすいが、域内の黒字国は 10 年前の 8 か国から 12 か国に増えており、ドイツだけの問題ではない。とりわけ PIIGS と呼ばれた重債務国の経常収支は著しく改善中。背景事情はどうあっても、「過剰な黒字は悪」との評価軸を抱くトランプ政権にとってユーロ圏は面白くない存在となりそう。なお、ドル相場に関しては「懸念すべきことに、実質実効ベースで見るとドルは過剰評価と IMF が判断している」とあり、米財務省として「ドルは過大評価」という基本認識を抱いていそうな雰囲気が目についた。

～暗雲垂れ込み始めた米金利～

昨日の金融市場ではトランプ米大統領による「米国は貿易問題で中国と合意する準備はまだない」といったコメントを受けて米中貿易戦争の激化・継続を懸念するムードが強まっており、米 10 年金利が一時 2.2413%まで低下する中、本日東京時間のドル/円相場も 109.16 円まで値を下げている。米国の 3 か月金利と 10 年金利の逆転(逆イールド化)はこれで 4 日連続であり、目先の景気減速に構える市場参加者は増えざるを得ない地合いと言える。常々、本欄でも指摘しているように、昨年来見られている「米金利低下にもかかわらずドル高が修正されない(円高にならない)」という奇妙な安定が続く最大の理由は米金利の絶対水準が高いからである。一定水準を割り込んでくれば、素直に FRB のハト派傾斜と米金利低下に為替市場は素直に反応し始めるのではないか。

～紙幅の大きさからも中国の扱いは突出～

かかる状況下、昨日は米財務省が為替政策報告書を公表している。予定されたタイミング(4 月 15 日付近)から約 1 か月半遅れての公表となる。今回も為替操作国認定された国はなかったが、監視リストには中国を筆頭に日本、韓国、ドイツといった馴染みの国々が掲載される一方インドやスイスは除外された。その代わりに新たに加わったのがアイルランド、イタリア、ベトナム、シンガポール、マレーシアであり監視対象国は 6 か国から 9 か国増えている(次頁表)。なお、リスト掲載国への具体的な制裁は伴わないが、今後 6 か月をかけて継続的に審査の対象になる。中国、日本、韓国、ドイツは監視リストが 2016 年 4 月に登場して以来掲載されてきた国であり、これらの国々との通商協議がしばしば話題になるのは偶然ではない。方針が二転三転しやすいトランプ政権において「(対米)貿易赤字は悪」という評価軸は徹底されている。

改めて監視リスト入りの基準を確認しておくと、 対米貿易黒字(年間 200 億ドル以上)、 経常

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は19年5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	419	0.4%	-2.4%	49	-0.2%
メキシコ	82	-1.8%	0.8%	-22	0.0%
ドイツ	68	7.4%	-1.1%	298	-
日本	68	3.5%	0.4%	176	0.0%
アイルランド	47	9.2%	4.8%	35	-
ベトナム	40	5.4%	3.0%	12	1.7%
イタリア	32	2.5%	1.2%	52	-
マレーシア	27	2.1%	-0.9%	8	-3.1%
インド	21	-2.4%	-1.3%	-65	-1.7%
カナダ	20	-2.7%	0.9%	-45	0.0%
タイ	19	7.0%	-1.0%	35	0.0%
スイス	19	10.2%	-1.0%	72	0.3%
韓国	18	4.7%	-2.9%	76	-0.2%
フランス	16	-0.3%	0.1%	-9	-
台湾	16	12.2%	-1.7%	72	0.4%
英国	-5	-3.8%	1.1%	-109	0.0%
シンガポール	-6	17.9%	0.7%	65	4.6%
ブラジル	-8	-0.8%	2.2%	-15	-2.6%
ベルギー	-14	-1.3%	-0.3%	-7	-
オランダ	-25	10.8%	4.3%	99	-
香港	-31	4.3%	1.0%	16	-1.4%
ユーロ圏	143	2.9%	0.2%	398	0.0%

(注)対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「18年12月までの1年間(4四半期)」を対象としている。ベトナムの経常収支は2018年6月までのデータ。
(資料)米財務省

黒字(GDP 比で+2%以上、 前回までは 3%)、 一方的且つ継続的な外貨買い為替介入(GDP の+2%以上、過去 12 か月のうち 6 か月間で実施、 前回までは 8 か月間で実施)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。なお、これまで中国は条件を 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「過剰な黒字は悪」であることを裏付ける判断である。報告書末尾に掲載される「Major Foreign Trading Partners Evaluation Criteria」の掲載順序が「監視対象か否か」ではなく、あくまで対米貿易黒字の順になっていることにもその思いは透けて見える。

なお、前回(2018 年 10 月公表分)の報告書から中国に対する当たりの強さは鮮明になっており、冒頭の「Executive Summary」に『Treasury Conclusions Related to China』が別立てで設けられるようになった。2018 年 4 月公表分までは『Treasury Assessments of Major Trading Partners』の中で総評が述べられていたが、この項目が『Treasury Conclusions Related to Other Major Trading Partners』に変わり、「中国」と「中国以外」をはっきり区別する姿勢となったのである。今回もこれは不変である。国別の分析を見ても、日本の 1.5 ページに対し中国は 3 ページと大きい。ドイツもユーロ圏と合わせて 2 ページ程度である。紙幅の大きさからも中国への問題意識が突出していることがよく分かる。だが、本欄でも繰り返し述べているように、経常収支だけに着目すれば中国はサービス(厳密には旅行)収支の赤字が貿易黒字を食い潰しており、「対外収支の不均衡」を指弾されるような立場ではない。また、貿易黒字の多くは対米で記録されるものであって、それ以外の国に対して

はそれほど突出していない。ゆえに、人民元相場が軟調になること自体は対外経済部門上、さほど不思議ではないが米中という二国間関係の中でしか議論を展開できないトランプ政権はどうしても「黒字なのに元安傾向はけしからん」という思いに至りやすく、ややこしい状況にある。

～トランプ政権にとって面白くないユーロ圏の経常収支状況～

今回、新たにイタリアとアイルランドが加わったことによって、ドイツを含む監視対象 9 か国のうち 3 か国がユーロ加盟国となったことになる。いずれの国も上述のリスト入り基準のうち 2 を満たしたことになるものだ。現状、対米貿易黒字の大きさで言えば、アイルランドは世界第 5 位、イタリアは 7 位、経常収支(％、対 GDP)で言えばアイルランドは+9.2％、イタリアは+2.5％である(全て 2018 年 10～12 月期までの後方 4 四半期が対象)。今回の報告書ではこの 2 か国が新たに対象となったが、ユーロ圏全体として経常収支が黒字体質に傾斜しているのは間違いない。

直感的には「ユーロ圏の経常黒字

ドイツの経常黒字」とのイメージが

持たれやすいだろう。実際、今回の報告書でもドイツの財政収支上の余裕をもっと活用することで内需ひいては輸入が拡大され、域内の経常収支も均衡に向かうとの指摘が行われている。だが、域内の黒字国は 10 年前の 8 か国から 12 か国に増えており、ドイツだけに責を帰するものとは言えない。とりわけ欧州債務危機の原因を作った重債務国、いわゆる PIIGS(表の色つき部分)の経常収支を見ると、その改善幅は著しい。今やはっきりと赤字が続いているのはギリシャくらいであり(それでも改善は大きい)、多くの国は黒字化している。過去 10 年間でユーロ圏全体の経常収支が対 GDP 比で 2.7％ポイントも押し上げられた背景には、ドイツの黒字拡大もさることながら、こうした対外経済部門に難ありとされていた劣等国の黒字化も無視できないだろう。むしろ、これはユーロ圏特有の偏執的な緊縮路線がもたらした IS バランス上の結果でもあって、黒字化が域内経済の好調を意味するものではない。例えばイタリアの経常収支が改善した背景の 1 つには対外債務削減により所得収支の赤字が縮小したことが挙げられる。一方、アイルランドは法人税率の低さや柔軟な雇用市場によって純粋に競争力が高まった結果との評価は目立つが、成長の大きな部分が外資系企業の誘致によりもたらされており、アイルランド居住者の生活水準の改善は限定的であることも問題になっている。しかし、どのような背景事情があるにせよ、「過剰な黒字は悪」との評価軸を抱くトランプ政権にとっては面白くない存在として映っているのだろう。

ユーロ圏の経常収支(％、対 GDP)の変遷

	2009年()	2018年()	- (%pts)
マルタ	-6.6	10.1	16.6
アイルランド	-4.7	10.0	14.6
オランダ	5.7	9.9	4.1
ドイツ	5.7	7.4	1.6
スロベニア	-0.6	6.5	7.1
ルクセンブルグ	7.2	5.2	-2.0
イタリア	-1.9	2.6	4.5
オーストリア	2.6	2.3	-0.3
エストニア	2.5	1.7	-0.8
リトアニア	1.4	1.4	-0.1
スペイン	-4.3	0.8	5.1
ベルギー	-1.1	0.4	1.5
フィンランド	1.6	-0.5	-2.1
ポルトガル	-10.4	-0.6	9.8
フランス	-0.6	-0.7	-0.2
ラトビア	7.8	-1.0	-8.7
スロバキア	-3.4	-2.0	1.5
ギリシャ	-10.9	-3.4	7.5
キプロス	-7.7	-5.6	2.0
参考: ユーロ圏	0.2	2.9	2.7
経常黒字国	8か国	12か国	-
経常黒字平均(％、GDP)	4.3	4.8	-

(資料) IMF、色つきは「PIIGS」と呼ばれたかつての重債務国

～「ドルは過大評価」との基本認識か～

なお、今回は『Foreign Exchange Markets』の項においてドル高への懸念とも取れる記述が見受けられた。同項は「2018 年のドルは名目実効ベースで+5%上昇し、2017 年の下げを取り戻した」との評価で始まっている。基本的には米経済の相対的な強さ(とその結果としての FRB の引き締めの路線)を反映した動きと整理されているようだが、「懸念すべきことに、実質実効ベース(REER)で見るとドルは過剰評価と IMF が判断している」とも述べており、現状のドル高がフェアと考えている節もない。2018 年を通じてドルの REER は+4.5%上昇しているが、これによって「20 年平均を+8%上回った」と述べられている。このドル高が経常収支および貿易収支の不均衡をさらに悪化させているとの論を展開しており、暗に是正すべき対象としてのドル高が示唆されている。

ちなみに同項では IMF 分析を引用する格好で「経常黒字にもかかわらず過小評価」とされている通貨と「経常赤字にもかかわらず過大評価」とされている通貨が示されており、前者の筆頭格がドイツ(にとってのユーロ)、後者の筆頭格が米国のドルという位置付けになっている。円も前者のグループに入っているが「2018 年、対ドルで上昇した唯一の通貨」としても言及されており、それほど反感は買っていないようにも見える。ちなみに、懸案の人民元については「概ね中立～やや過小評価」という印象であり、この辺りはトランプ政権として主張したい方向とはややずれているが、報告書内ではそうした IMF の分析には特に言及はない。いずれにせよ、米財務省として「ドルは過大評価」という基本認識を抱いていそうな雰囲気は見取れ、米国の通貨・金融政策を見定める上では重要な情報であるように思えた。

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
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツが「けん引するユーロ圏の減速」～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる素種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版