

みずほマーケット・トピック(2021年4月19日)

## 為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～

米財務省は半期に1度の為替政策報告を公表した。バイデン政権としては初の同報告書であり、イエレン米財務長官の下での通貨政策の色合いを見極める上でも注目されるものである。今回、「監視リスト対象国」となったのは11か国。2016年4月、オバマ民主党政権が監視リストを導入した際、対象国は5か国であったので5年間で倍以上に増えたことになる。米国から見れば、それだけ世界の不均衡が自国の貿易赤字を中心として拡大したという認識を抱いていても不思議ではない。これら11か国に加え、スイス、ベトナム、台湾が為替操作国の疑い(認定ではない)をかけられており、今後、踏み込んだ行動が求められる状況。米国にとって台湾は政治的に対立しにくい現状にあるものの、あくまで経済上の客観的な判断が優先された印象。円、ユーロ、人民元といった個別通貨に対しても今回は踏み込んだ表現が控えられている。今後予想されるFRBの正常化プロセスに伴いドル高が進んだ際、イエレン財務長官の姿勢が市場の関心事になりそう。ドル独歩高は基本的に不況の輸入に等しい効果を持つ。

### ～バイデン・イエレン体制で初の為替政策報告書～

先週16日、米財務省は半期に1度の為替政策報告を公表した。バイデン政権としては初の同報告書であり、イエレン米財務長官の下での通貨政策の色合いを見極める上でも注目されるものである。改めて確認しておく、同報告書において「為替操作国」もしくは「監視リスト対象国」の判定を検討する際の基準は、①対米貿易黒字(過去12か月間で200億ドル以上)、②経常黒字(GDP比で+2%以上)、③一方的且つ継続的な外貨買為替介入(GDPの+2%以上で過去12か月のうち6か月間で実施)の3つがある。このうち2つを満たすと「監視リスト対象国」に、3つを満

監視リストを巡る三条件の現状(赤は為替操作国の疑い、緑は監視リスト対象国、21年4月時点)

	ドル買い・自国通貨売り 為替介入	経常収支			対米貿易黒字 (10億ドル)
	対GDP比	対GDP比 (%)	過去3年間の変幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	
シンガポール	28.3%	17.6%	-0.3%	157	4
スイス	15.3%	3.7%	1.9%	-2	57
台湾	5.8%	14.1%	-0.9%	253	30
インド	5.0%	1.3%	6.5%	15	24
ベトナム	4.4%	3.7%	-0.8%	158	70
タイ	1.9%	3.2%	6.4%	-22	26
中国	-0.1-1.2%	1.9%	-0.3%	64	311
マレーシア	0.6%	4.4%	0.4%	55	32
韓国	0.3%	4.6%	-0.2%	9	25
日本	0.0%	3.3%	-1.5%	68	55
カナダ	0.0%	-1.9%	0.7%	-31	15
英国	0.0%	-3.5%	-3.1%	33	-9
メキシコ	-0.2%	2.4%	1.6%	10	113
ブラジル	-2.6%	-0.9%	-1.3%	57	-12
オランダ	-	7.8%	-0.7%	-41	-18
ドイツ	-	6.9%	-1.1%	56	57
アイルランド	-	4.8%	1.9%	-76	56
イタリア	-	3.7%	0.9%	3	30
ベルギー	-	-0.2%	-1.9%	-47	-7
フランス	-	-2.3%	-0.2%	83	16
ユーロ圏	0.0%	2.2%	-0.5%	271	156

(資料)米財務省、(注)対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「20年12月までの1年間(4四半期)」を対象としている。

たすと「為替操作対象国」として認定される。毎度のことではあるが、中国は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「監視リスト対象国」とされている。なお、他意はないのかもしれないが、これまで①、②、③の順番で示されていたこれらの判定基準が今回から③、②、①に変化している。これに伴い「監視リスト対象国」や「為替操作国」の一覧できる恒例の表も左から順に①、②、③と列が設定されていたものが、③、②、①に変更されている(前頁表)。「貿易黒字よりも為替介入の方が罪が大きい」という意図だろうか。

今回、「監視リスト対象国」となったのは前頁表の緑色を塗った 11 か国である。2016 年 4 月、オバマ民主党政権が監視リストを導入した際、対象国は 5 か国であったので 5 年間で倍以上に増えたことになる。②と③の基準が途中で若干厳格化されているとはいえ、①の対米貿易黒字の基準は変わっていない。①に抵触する国は 2016 年 4 月時点で 7 か国しかなかったが、今回は 13 か国へ倍増している。また、②の経常黒字(これは対米黒字ではなく一国としての黒字であることに注意)に関しては 2016 年 4 月時点では GDP 比+3%以上が抵触条件であり、今よりも緩かったが、その緩い基準に照らしても 5 か国から 12 か国に増えている。米国から見れば、それだけ世界の不均衡が自国の貿易赤字を中心として拡大したという認識を抱いていても不思議ではない。

#### ～限りなくレッドに近いイエローカード:スイス、ベトナム、台湾～

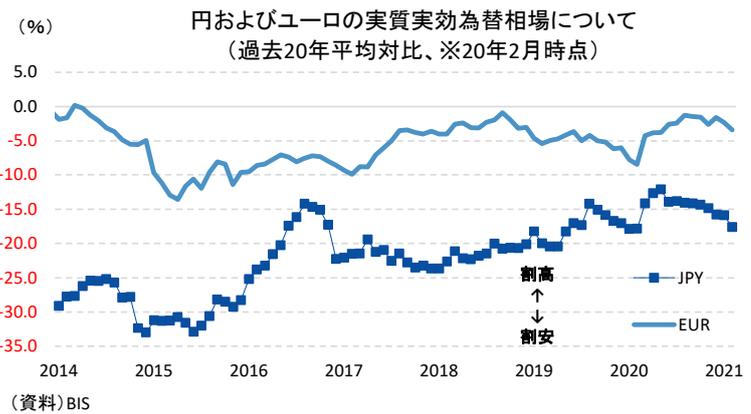
上記 11 か国に加え、昨年 12 月時点で「為替操作国」に認定されたスイスとベトナムに加え、台湾は①～③全ての条件に抵触している。しかし、今回の報告書では為替操作に係る証拠が不十分 (insufficient evidence) とし、パンデミックの結果として世界経済がどのように推移するかを入念に評価した上で、これら 3 か国については enhanced engagement を行うことで今後の判断に繋げていく意向を示している。enhanced engagement や enhanced bilateral engagement、enhanced analysis といったフレーズは問題視されている国に対して為替政策報告書の法的根拠となる 1988 年包括貿易競争力法 (Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988、1998 年法) や 2015 年貿易円滑化・貿易執行法 (the Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015、2015 年法) の中で使われるものだが、なにか特定の行動を要求するものではない。あくまで過小評価されている通貨や不均衡が放置されている国際収支に対して具体的な行動 (specific action) を求めるというものであり、抽象的な表現にとどまっている (なお、1998 年法は行動を求めるだけだが、2015 年法は行動がないと制裁措置に繋がることになっている)。要するに、「為替操作国」がレッドカード、「監視リスト対象国」がイエローカードだとすれば、今回、当該 3 か国は限りなくレッドカードに近いイエローカードという警告を受けた状態という位置づけだろう。このようなケースは過去にない。米国にとって台湾は政治的に対立しにくい現状があるものの、あくまで経済上の客観的な判断が優先された印象だ。

とはいえ、これらの国は皆、小国開放経済であり、「自国経済が生き残るために為替を操作する必要がある」という言い分はあるだろう。制裁に対しては相応の抵抗を示すはずである。トランプ前政権ほど露骨ではないにしろ、バイデン政権でもバイ・アメリカン政策の路線は続けられている部分もあり、指差された国からすれば「言われる筋合いはない」というのが本音ではないか。

#### ～個別通貨への記述:円、ユーロ、元～

個別通貨への評価も簡単に見てみたい。円に関しては前回報告まで実質実効為替相場 (REER)

ベースでの過小評価に言及があるのが恒例だった。例えば昨年 12 月時点では「Despite the recent appreciation, the real effective yen remains weaker than average historical levels」とあったし、その前の同年 1 月時点でも「remained weaker than average historical levels over the last six years」と指摘されていた。基本的に「REER の長期平均に照らして過小評



価されている」という情報発信が続けられてきた。しかし、今回は該当するような記述はなく「The IMF assessed in its 2020 External Sector Report that the yen was broadly in line with fundamentals in 2019」として、基本的にはファンダメンタルズに沿った状況にあることを認めている。だが、2021年2月時点で円の REER は 20 年平均対比で▲17.6%となっており、昨年 1 月時点(▲17.9%)や 12 月時点(▲15.8%)から大きく状況が変わったわけではない。判断はいつ変わっても不思議ではない。

一方、ユーロ相場への具体的な言及は見られないものの、「The IMF’s most recent assessment judged the euro area’s external position to be moderately stronger than the level implied by medium-term economic fundamentals and desirable policies」と巨大な経常黒字への言及は見られる。ユーロ圏の経常黒字は GDP 比+2.2%なので、強い批判を浴びるものではないが、こうした記述はドイツの項目を見るとより強めになる。ドイツの経常黒字は GDP 比+6.9%に達しており、金額ベースでは 2843 億ドルと世界最大であることにも言及がなされている。経常黒字自体は+7.7%から+6.9%に縮小しているので、内需拡大について一定の評価が示されているものの、それでも不均衡是正について不十分(not sufficient)だと判定されている。また、ユーロ圏全体に対して同様、IMF 分析を用いて評価が下されているが、「The IMF’s most recent assessment judged Germany’s external position to be stronger than warranted by medium-term economic fundamentals and desirable policies」とやや強めの表現が見られている。

2020 年、ドルに対して最も上昇した通貨である人民元に関しては、いつも通り、為替介入実績を始めたとする不透明性を批判するにとどまっており、目新しい指摘は見られていない。過去の本欄でも繰り返し論じているように、コロナ関連の特需(医療用機器や個人用防護服、在宅関連オフィス機器など)が輸出を引き上げたことで貿易黒字が拡大したことに言及はあるものの、それ自体は不可抗力でもあり、批判の対象にはなっていない。昨年は元相場が急伸する中での貿易黒字拡大であり、今回報告書では大目に見ざるを得ないということだろう。

### ～イエレン財務長官、市場の関心が集まるのはまだ先～

イエレン財務長官は報告書の公表に際して「Treasury is working tirelessly to address efforts by foreign economies to artificially manipulate their currency values that put American workers at an unfair disadvantage」との声明を出している。これ自体、財務長官としての常套句とも言えなくもない

が、今年 1 月 19 日に行われた自身の承認公聴会に際し、イエレン財務長官は「強いドルは国益」という常套句を控えた経緯もある。これに対しては米議事堂乱入事件の直後ということもあって、トランプ支持者への配慮もあったと推測していたが、やはり不況からの立ち上がりを目指す民主党政権の通貨政策としても「ドル高よりもドル安の方が好ましい」という思惑が強いのかもしれない。

今後、FRB の政策運営はそのペースはさておき、否応なしに正常化プロセスへの関心を強めていくはずである。基本的に金融政策の方向感<sup>1</sup>は通貨政策のそれと一致するしかない以上、放っておけばドル高が予想される。例えば、前回の正常化プロセスにおいては、テーパリングが終了する 2014 年 10 月の 4 か月前の同年 6 月からドル高が加速した(図)。足許でその動きはそれほど顕著にはなっ



ていないが、2014 年 6 月以降のようなドル高局面になった場合、「イエレン財務長官としてどう考えるか」を問われるシーンは増えてくるだろう。過度な通貨高は結局のところ、他国から不況を輸入するような構図となり、けん制の対象となりかねない。ドル相場の騰勢が極まっていた 2016 年 9 日に行われた講演ではブレイナード FRB 理事が当時のドル高状況に関し「FF 金利にして 200bps 分の引き締め効果を持つ」と述べ耳目を集めたが、当時の FRB 議長がイエレン財務長官だった。

2016 年の状況を振り返ると、前年のチャイナショックの影響もあって世界経済が減速感を強めており、とりわけ年前半はドル高に風当たりが強くなるという状況にあった。現状、世界経済はコロナショックの深手を抱えながらも安定はしている。ドル相場に対するイエレン財務長官の見解に関心が集まるような地合いとは言えないだろう。イエレン体制下での通貨政策に関し、市場の関心が集まるのは、FRB の正常化プロセスがドル高を引き起こすような地合いになってからだろうか。

市場営業部・金融市場部  
 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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年4月16日	長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しを示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクテン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクテン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクテン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンタッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレジデント、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレジデント交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクテン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～