

みずほマーケット・トピック(2022年10月18日)

通貨高競争の足音～G20 議長総括から何を読むか～

20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は共同声明の採択は見送られて終了した。今回注目されたのは「インフレ抑制を企図した金融引き締めがもたらす歪み」にどう対処すべきなのかという論点で、端的には「FRB の利上げに伴うドル高の悪影響をどう緩和すべきか」が争点だった。共同声明ではなく議長総括で示された文面では、米国に対する諸外国の不満が明記されている一方、米国が金融政策の裁量を確保するような表現も明記されており、溝の深さが見出せる。立て続けにバイデン米大統領やイエレン米財務長官がドル高を正当化する発言を繰り返しているため、巷間指摘される為替に関する国際協調は期待できそうにない。現状が極まっていけば、自国通貨買い介入で「為替の安定」を確保し、「完全な資本移動」も「金融政策の独立性」も確保するというところでトリレンマの克服に一時的だが挑むというリスクシナリオもあり得る。G7/G20として日本の為替介入を咎めるような雰囲気はないため、絶対に無い展開とは言えないだろう。世界に通貨高競争の足音が忍び寄る中、西側陣営に楔が打ち込まれた格好にも。

～G20、議長総括に滲む思惑～

ワシントンで開催されていた 20 国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議が日本時間 14 日に閉幕したが、4 月および 7 月の会合に続いて今回も共同声明の採択は見送られている。これは対ロシア政策を巡って意見集約が難しいという諸事情から予見されたことではあった。今回注目されたのは「インフレ抑制を企図した金融引き締めがもたらす歪み」にどう対処すべきかという論点であり、端的には「FRB の利上げに伴うドル高の悪影響をどう緩和すべきか」が争点だった。共同声明ではなく議長総括で示された文面では、この点に関して以下のような記述で締めくくられている：

- G20 の中央銀行は、それぞれのマנדートに沿って、物価の安定を達成することに強くコミットしている。このために、中央銀行は、インフレ圧力がインフレ予想に与える影響を注意深くモニタリングしており、景気回復の確保と各国間への波及効果の抑制に配慮しつつ、インフレ予想の安定維持を確保するよう、データを踏まえて明確なコミュニケーションを行いながら、引き続き、金融政策の引き締めペースを適切に調整する。中央銀行の独立性は、それらの目標を達成し、金融政策の信認を支えるために、極めて重要である。

米国に対する諸外国の不満は下線部に反映されているとみられる。意識すれば「米国は他国において資本流出が加速し、通貨下落が促されることに気を遣って欲しい」という胸中だろうか。また、これとは別の箇所では「今年多くの通貨がボラティリティの増加を伴って大幅に変化したことを認識しつつ…」という記述も見られている。意識すれば「多くの通貨が対ドルで急落を強いられていることを認識して欲しい」という意味だろう。もっとも、上述の文章では冒頭に「中央銀行は、それぞれの

マンドートに沿って、物価の安定を達成することに強くコミットしている」ともある。これは国内物価の安定を視野に金融引き締めを選択する「中央銀行の独立性」が担保されている文章にも見受けられ、ここは米国の希望が反映されているとみられる。既報の通り、14日にはイエレン米財務長官が「市場で決定される為替レートがドルにとって最良の体制であり、それを支持する」と述べ、翌15日にはバイデン米大統領が「ドル高を懸念していない。米国経済は力強い」と述べるなど、米政府は「ドル高が世界にもたらす悪影響については殆ど配慮する意思がない」。イエレン財務長官に至ってはドル高の背景として「直面している(インフレなどの)衝撃の違い、経済政策で何に焦点を当てているかという立ち位置の違い」を指摘し、それが如何に正当なものであるかを説いている。

実際のところ、FRBの利上げが実体経済を減速させるにあたって、ドル高は即効性期待できるルートでもあり、わざわざ自分から放棄する理由が現時点ではない。

～通貨高競争の足音～

もともと、現時点でFRB以外の中央銀行が利上げをする背景には「対ドルでの通貨下落」を防止するという思惑以前に、「国内のインフレ高進」を抑止するという目的もある。国内のインフレ高進が続く限りにおいて、利上げは必要な措置である。本当の問題は「国内のインフレ高進」が収束しても、米国の利上げが継続する状況が続くことだろう。その場合、単に対ドルでの通貨安定を理由に利上げを強いられることになる。現状を見る限り、年明け以降の世界がそのような状況に直面している可能性は否定できない。そうなった場合、疑似的ではあるが、世界は対ドルでの自国通貨安定のために「金融政策の独立性」を喪失しかかっている状態と言える。

もともと、こうした構図自体は目新しいものではない。「国際金融のトリレンマ」に照らし過去を振り返れば(表)、FRBの利上げに追随することで(言い換えれば「金融政策の独立性」を放棄することで)、「完全な資本移動」と「為替の安定」を確保しようという政策運営は新興国にとって定番の苦悩であった。

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例		
		米国、日本	ユーロ圏、香港など	中国など
①	独立した金融政策	○	×	○(※)
②	自由な資本移動	○	○	×
③	安定した為替相場	×	○	○

(資料)筆者作成 ※但し、中国は国务院の指導の下での政策運営となる。

だが今は先進国も同様の苦悩を抱えつつあるという点で異例である。通常、G20という舞台では「先進国 vs. 新興国」という二項対立が浮き彫りになりやすいが、現状では「米国 vs. 米国以外」という二項対立が仕上がっている。FRBの利上げはまだ終点が見えないことを踏まえれば、こうした対立構図は今後鮮明になる可能性がある。しかし、米大統領と米財務長官が揃ってドル高を肯定している状況ではG20のような舞台で国際協調を通じてドル高修正が図られることは当分期待できない。となれば、世界はひたすら自傷行為覚悟で利上げするしかないという未来もあり得る。

ここで日本の挙動が世界に与える影響も一考に値する。というのも、既にG7の一角である日本が円買い為替介入に踏み込んでおり、これが単独実施であることを条件に米国から容認されている。その日本を咎める論調は現在のG7/G20には見られないことを踏まえると今後、追い込まれた先進国で自国通貨買い・ドル売り介入が実施される可能性は絶対に無いとは言えない。ちなみに米財務省の「為替政策報告書」では為替介入に関し「持続的で一方的な為替介入(過去12か月

間のうち8か月以上の介入かつGDP比2%以上の介入総額)」を為替操作国認定の3基準のうちの1つとして定めているものの、これはあくまで自国通貨売り方向の為替介入を想定している。もちろん、トリレンマのうち「完全な資本移動」を放棄して(≒資本規制を敷いて)通貨安を抑止するという手もあるが、新興国はともかく先進国として軽々には取られる手ではないだろう。とすれば、自国通貨買い介入で「為替の安定」を確保し、「完全な資本移動」も「金融政策の独立性」も確保するということがトリレンマの克服に一時的だが挑む可能性もある。

こうして「米国が譲歩しないならば、自国通貨買いで応戦する」という状況が各国常態化した場合、それは明らかに通貨高戦争である。政治・外交面では対ロシアで足並みを揃えている西側陣営に楔が打ち込まれた格好にならないだろうか。そのように考えるとドル高が世界を分断する相場現象に発展しようとしている分岐点にも思えてくる。

市場営業部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロリスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分) 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅状況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に動き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)