

みずほマーケット・トピック(2024年4月22日)

ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20 とドル高～

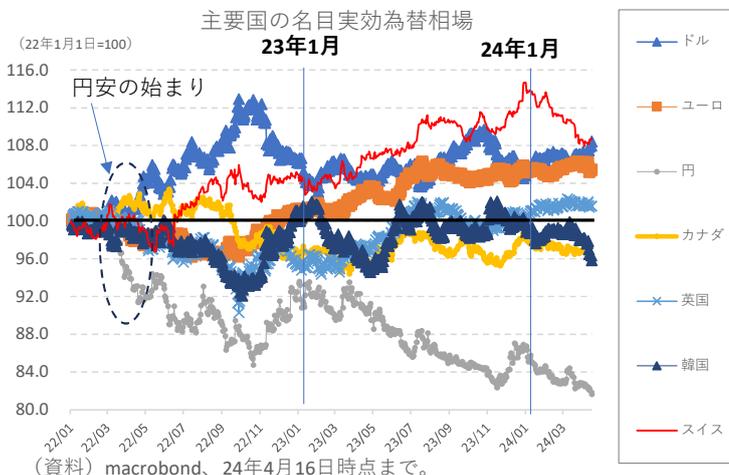
先週 17 日に発表された日米韓財務相会合の声明文は新味のあるものだった。通貨安に悩む隣国を巻き込んだ上で米国と連名で声明文を採択するのは目新しいアプローチであり、介入警戒感からドル/円相場は一時的に押し下げられた。ドル高は今後、国際経済外交の舞台で争点化するのか。しかし、現状の米国経済が抱く最大の問題意識がインフレ抑制で、そのためにはドル安よりもドル高の方が望まれる状況がある以上、国際協調で為替水準を修正するというプラザ合意的なアプローチには発展しづらいだろう。変動為替相場制の方向感を決めるのはあくまで米国である。また、今回は円と韓国ウォンがタッグを組んだ格好だが、韓国ウォンは円ほど強烈かつ持続的な通貨安に悩んでいるわけではない。これはユーロを含む他通貨も同様である。2016 年にも第二次プラザ合意というフレーズが取りざたされたが、結局、期待は雲散霧消した。当時と比較すれば足許のドル高は全く迫力を欠いており、国際協調による是正を期待するとしても機は熟していない印象。当面はユーロ相場の下げにも注目したいところ。

～新味のあった日米韓声明～

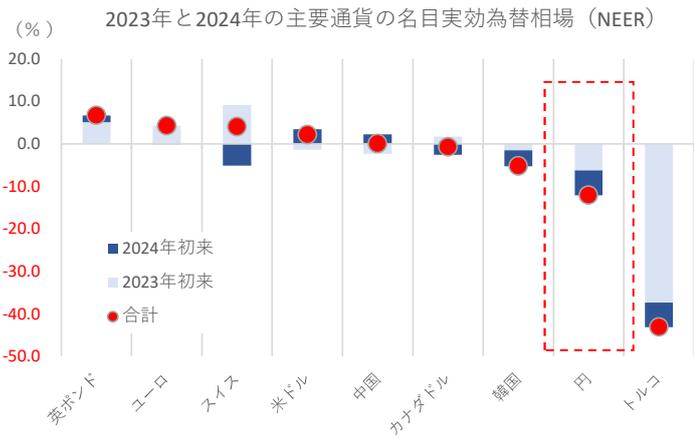
ワシントンで先週 17 日から始まった G20 財務相・中央銀行総裁会議にあわせて、同日には G7 財務相・中央銀行総裁会議が開催された。G7 共同声明には「我々は、2017 年 5 月の為替相場についてのコミットメントを再確認する」との文言が盛り込まれている。2017 年 5 月のコミットメントとは「我々は、為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを再確認する」というものであり、新味こそないが日本を含む通貨安に悩む国にとっては 1 つの収穫ではあったと言えるだろう。今回、耳目を引いたのは G7 共同声明よりも、それと同日に初めて開催された日米韓財務相会合であった。同会合では「最近の急速な円安・ウォン安への日韓の深刻な懸念を認識し、外国為替市場の動向について引き続き緊密に協議する」と盛り込んだ共同声明をまとめている。通貨安に悩む隣国を巻き込んだ上で米国と連名で声明文を採択するのは目新しいアプローチであり、介入警戒感からドル/円相場は一時的ながら押し下げられた。

～国際協調にはまだ機は熟せず～

しかし、最終的に変動為替相場制は米国の通貨・金融政策の望む方向に規定されてしまう。現状、米国経済が抱く最大の問題意識がインフレ抑制で、そのためにはドル安よりもドル高の方が望まれる状況がある以上、国際協調で為替水準を修正するというプラザ合意的なアプローチは発展しづらい。また、それが米



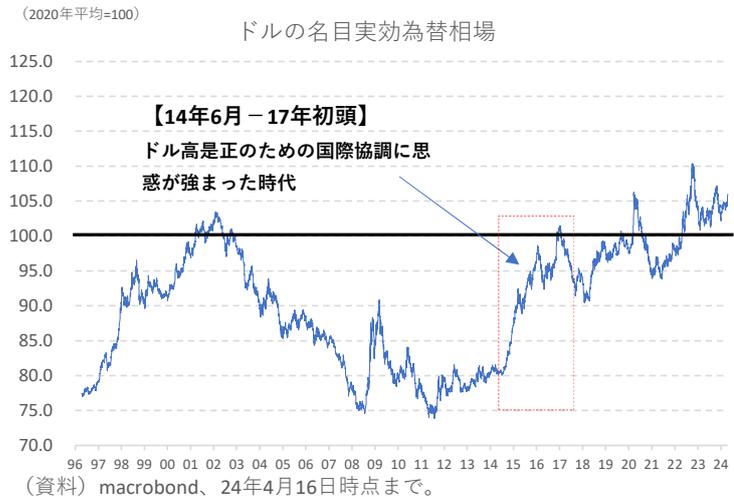
国側の事情だとすれば、米国以外も国際協調に至るほどの熱を持っていないように見受けられる。そもそも、今回は同じ東アジア通貨の中で下げの大きな2通貨として円と韓国ウォンがタッグを組んだ格好だが、年初来で韓国ウォンは確かに下げているものの、円ほど強烈かつ持続的な通貨安に悩んでいるわけではない(前頁図)。ユーロも対ドルで年初来安値を更新しているものの、名目実効為替相場(NEER)で見ればまだ年初来で横ばい程度だ(前頁図および右図)。G20通貨で着目した場合、相変わらず円の下にはトルコやアルゼンチンくらいしか見当たらない状況下、主要国で足並みを揃えてドル高是正を訴えるという構図にはなりづらい。ドル高是正の国際協調を期待するにあたってはまだ機が熟しているとは言えないようにも思える。



(資料) macrobond、24年は4月16日までの状況。

### ～2017年のドル高とは違う～

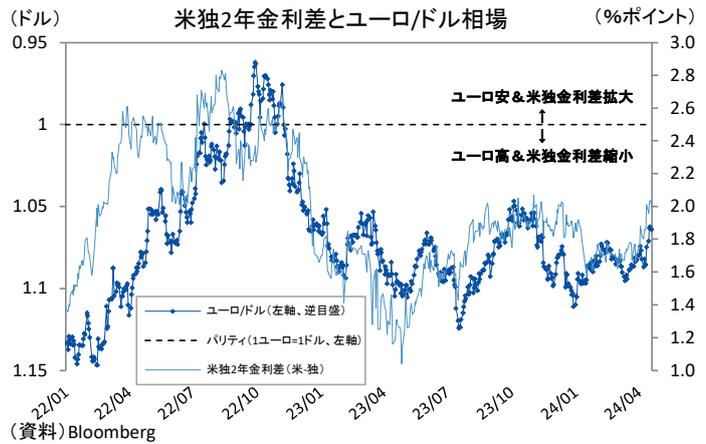
今回を含め、メンバー国の通貨で過度な相場変動があればG7やG20の声明文を通じて配慮が示されてきたことはこれまでもあった。しかし、その都度市場が期待してきた第二次プラザ合意的な流れに辿り着くことも無かった。第二次プラザ合意への期待は2016年2月の上海G20前後でも浮上した経緯がある。当時は2014年6月に始まったドル高局面の最中、今よりも遥かにドル高が持続性を伴っていた。当時のドル高を象徴するエピソードとして2016年9月12日、ブレイナードFRB理事(当時)が講演において「2014年6月から2016年1月までに見られた約+20%程度のドル高について8回分(すなわち25ベース×8回≒200ベースポイント)の利上げに相当する」と述べたことが挙げられる。それほどまでにドル高が米国内でも意識されていたからこそ、2016年2月の上海G20に対する第2次プラザ合意への思惑、その後には真偽不明の上海合意に対する思惑まで強まり、ドル安が進むこともあった。また、当時の米国はトランプ大統領(当時)の下でドル安志向がテーマ視されており、インフレも問題視されていなかったなど、今とは異なる時代背景もあった。米国の通貨政策、言い換えれば政治としてドル高是正を望む理由はあった。何より2014年6月以降に始まったドル高局面と比べれば、足許のドル高は「局面」と呼べるほど持続性を伴っているとも判断しづらい。そもそも昨年(2023年)はドル安だった。



(資料) macrobond、24年4月16日時点まで。

～ECB 利下げ時に何が起きるのか～

今後、1 つ気になる動向を挙げるとすればやはり ECB とユーロ相場の行方だろう。今後、リスクシナリオとして国際的なドル高懸念が発展し、協調の末にその是正を促す未来が到来するとした場合、それはユーロ圏を巻き込んだ動きになるはずである。順当に行けば、ECB はほぼ間違いなく今年 6 月、利下げ着手に踏み込む。その際、ユーロの対ドル相場は下げ足を早めるだろうが、果たして ECB や加盟国中



銀はこれを黙認するであろうか。未だ、雇用・賃金市場の逼迫度合いが強いユーロ圏は通貨安を望まないだろう。かねて論じているように、ドル/円相場と同じかそれ以上にユーロ/ドル相場は金利差にビビッドに反応する傾向が強い(図)。

仮に、ユーロ/ドルが 1.05 を割り込み、さらにその先のパリティ割れまで臨むような展開に至った場合、ECB の政策運営はユーロ安制御(ひいてはインフレ抑制)に気を遣う必要が出てくる可能性がある。域内がゼロ成長とマイナス成長を往來するような状況が続くユーロ圏にとって、利下げをしたくてもできない状況が持続することは愉快ではない。ドル高がユーロ圏をどれほど苦しめるかどうかは、間接的に円相場を巡る国際協調がどう転ぶかを検討する上で重要なトピックになる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持たすべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ」利下げの考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見直し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国を迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の目玉実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化