

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 24 日)

## 為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～

先週 20 日に米財務省より為替政策報告書が公表され、日本が 1 年ぶりに「監視リスト」に復帰したことを円安材料と指摘する声も見られている。だが、実態を見るほど、そのような解釈には無理がある。リスト入りの一報を受けて為替市場では反射的に「円買い・ドル売り介入が難しくなる」との連想が流布されているものの、米財務省高官からは同日、自国通貨買い介入ゆえに問題視しない考えが明示されている。また、日本は経常収支黒字が復元したことで再び「監視リスト」対象国に復帰したわけだが、これまで執拗に議論してきた通り、CF 上の赤字が懸念される日本について「統計上の黒字」をクローズアップし過ぎることはミスリーディングの極みだ。さらに言えば、日本の経常収支黒字を支える約+35 兆円もの第一次所得収支黒字に関し、最大の源泉は米国。過去の投資の「あがり」がこれほど存在するということは、それだけ日本が米国に投資してきたことの証左であり、実際に雇用・賃金環境への貢献度は大きい。リスト入り自体を気にすることはないが、「そもそも為替介入は不健全だから駄目」という理屈に照らすと、売りであれ、買いであれ、けん制の理由にはなる。事実、為替市場はそう早合点している。

## ～為替政策報告書と監視リスト復帰～

先週末、ドル/円相場は騰勢を強めている。FRB 高官発言を受けて利下げ観測が後退していることが主たる材料であるものの、20 日に米財務省より公表された為替政策報告書で日本が 1 年ぶりに「監視リスト」に復帰したことを円安材料と指摘する声も見受けられる。しかし、実態を見れば見るほど、そのような解釈には無理がある。リスト入りの一報を受けて為替市場では反射的に「円買い・ドル売り介入が難しくなる」との連想が流布されているが、米財務省高官からは同日、「日本の最近の介入は政府によって公表されており、我々が懸念する通貨安の誘導とも反対方向だ」との見解が示され、問題視しない考えが明示されている。実際、報告書には今年 4～5 月の円買い・ドル売り為替介入を咎める文言はない。米財務省による為替政策報告書はあくまで不当な通貨安を通じて米国に競走上の不利益を強いる各国政策を阻止することを企図している。通貨安に悩む国が制裁対象であるはずもないし、なりようもない(後述するように確かに対米黒字は大きいものの、日本企業による米国経済への貢献も非常に大きい)。

今回、日本が「監視リスト」へ復帰した最大の理由は 2023 年の経常収支黒字が 3 基準のうちの 1 つに抵触したためである。おさらいしておくと、報告書は 3 つの基準を設けており、2 つに抵触すれば「監視リスト」、3 つに抵触すれば「為替操作国」という運用がなされている。3 つの基準は以下の通りだ(調査対象となるのは米国における財・サービス貿易の輸出入総額上位 20 か国・地域)：

- ① 対米貿易黒字の規模:年間 150 億ドル以上の財・サービス貿易黒字額があること
- ② 経常収支黒字の規模:GDP 比 3%以上の経常収支黒字。もしくは GDP 比 1%以上の現在の経常収支と長期的経常収支の間の乖離があること

### ③ 為替介入の規模: 持続的で一方的な為替介入を行っていること。具体的には、過去 12 カ月間のうち 8 カ月以上の介入、かつ GDP 比 2% 以上の介入総額があること

今回、日本は①と②に抵触したことで「監視リスト」対象国となっている。過去を振り返ると 2016 年 4 月の「監視リスト」導入以降から 2022 年 6 月まで、日本は①と②の条件に抵触してきた。昨年の報告書はパンデミックや戦争を受けた一時的な貿易収支赤字の急拡大に影響を受けた 2022 年の経常収支を評価対象としていたため、①の条件が一時的に外れていただけである。日本以外でリストに入ったのは中国、台湾、ドイツ、マレーシア、シンガポール、ベトナムであり、日本以外は前回と同じ面々であることを思えば、それだけ日本の経常収支が外的ショックに脆弱である実情を映しているようにも思える。ちなみに中国については、通関記録と経常収支が一致していない、という統計の正確性について初めて言及があったことも目を引いた。

監視リストを巡る三条件の現状 (色付きは監視リスト対象国、24年6月時点)

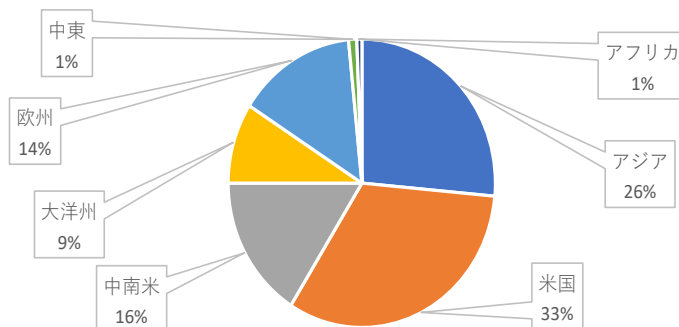
|         | ドル買い・自国通貨売り<br>為替介入 | 経常収支         |                         |                | 対米貿易黒字<br>(10億ドル) |
|---------|---------------------|--------------|-------------------------|----------------|-------------------|
|         | 対GDP比               | 対GDP比<br>(%) | 過去3年間の<br>変化幅<br>(%pts) | 絶対額<br>(10億ドル) |                   |
| カナダ     | 0.0%                | -0.6%        | 1.4%                    | -13            | 40                |
| メキシコ    | 0.4%                | -0.3%        | -2.7%                   | -6             | 153               |
| 中国      | 0.5-▲0.1%           | 1.4%         | -0.3%                   | 253            | 254               |
| ドイツ     | 0.0%                | 6.1%         | -0.4%                   | 273            | 86                |
| 英国      | 0.0%                | -3.3%        | -0.4%                   | -110           | -16               |
| 日本      | 0.0%                | 3.6%         | 0.6%                    | 151            | 62                |
| 韓国      | -0.6%               | 2.1%         | -2.5%                   | 35             | 41                |
| アイルランド  | 0.0%                | 9.9%         | 16.0%                   | 54             | 5                 |
| インド     | 0.2%                | -0.9%        | -2.2%                   | -32            | 50                |
| オランダ    | 0.0%                | 10.1%        | 5.0%                    | 113            | -57               |
| スイス     | -16.7%              | 7.7%         | 7.3%                    | 68             | 0                 |
| フランス    | 0.0%                | -0.8%        | 0.8%                    | -23            | 16                |
| 台湾      | -0.4%               | 13.9%        | -0.6%                   | 105            | 48                |
| シンガポール  | 7.1%                | 19.8%        | 3.2%                    | 99             | -28               |
| ベトナム    | 1.5%                | 5.8%         | 1.5%                    | 25             | 103               |
| イタリア    | 0.0%                | 0.5%         | -3.4%                   | 12             | 46                |
| ブラジル    | 0.6%                | -1.4%        | 0.5%                    | -31            | -23               |
| オーストラリア | -0.1%               | 1.2%         | -1.0%                   | 21             | -32               |
| タイ      | -0.6%               | 1.4%         | -2.8%                   | 7              | 40                |
| ベルギー    | 0.0%                | -1.0%        | -2.4%                   | -6             | -16               |
| マレーシア   | -2.3%               | 1.3%         | -2.9%                   | 5              | 25                |
| ユーロ圏    | 0.0%                | 1.6%         | 0.0%                    | 254            | 107               |

(資料) 米財務省、(注) 対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「23年12月までの1年間(4四半期)」を対象としている。

### ～経常収支黒字を責められる筋合い無し～

経常収支黒字が復元したことで再び「監視リスト」対象国になったわけだが、本欄では執拗に議論してきた通り、日本に関し「統計上の黒字」をクローズアップし過ぎることはミスリーディングの極みである。経常収支黒字のほぼ全てが第一次所得収支黒字であり、その大きな部分が外貨のまま国外へ残り、それゆえにキャッシュフロー(CF)ベースで見れば経常収支赤字になっている可能性すら疑われるのが今の日本だ。昨

第一次所得収支黒字 (国・地域別、23年)



(資料) 財務省

年春に本欄で提起したこの問題意識は今や様々な場所で検証されるに至っているが、「実際のCFがどれほどか」ということについて議論は様々あるにせよ、「『統計上の黒字』を額面通り受け止めるのは危うい」という点に異論は少ない。しかも、国・地域別に言えば、日本の約+35兆円にのぼる第一次所得収支黒字に関し、最大の源泉は米国である。具体的には2023年を例に取れば、米国からの黒字は33%で2位のアジア全体(26%)と比べても相応に差がある。第一次所得収支黒字は過去の投資の「あがり」であるから、それだけ日本が米国に投資してきたことの証左と言える。

かかる状況下、こと米国に関して言えば、日本の経常収支黒字に感謝することはあっても、批判する理由は乏しい。「監視リスト」の条件として①の基準は日本に限って言えば不備があると言わざるを得ない。もちろん、対米貿易黒字については色々な議論があり得るが、その黒字項目の多くを稼ぐ自動車産業こそ、米国に対する大きな投資家になのだから「対米貿易黒字だから不当」という単純な話にはなり得ない。米国における外資系企業の雇用者数、雇用者報酬、いずれで見ても日本のシェアは2位だ(図)。同国の雇用・賃金環境に対する貢献は非常に大きい。

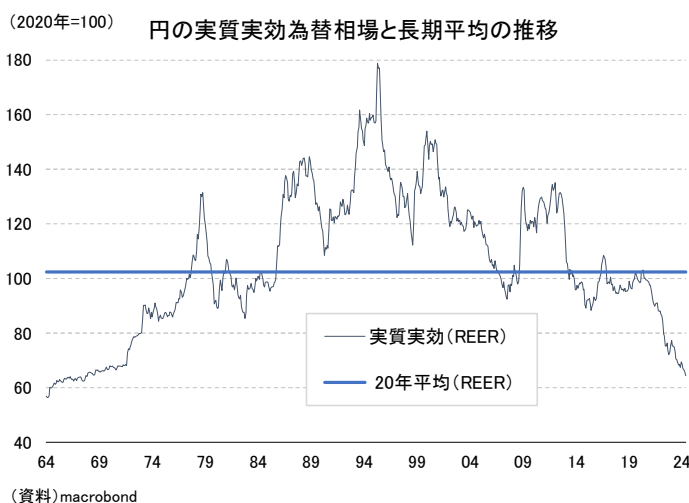
米国進出企業の雇用者数・雇用者報酬に占めるシェア(2021年)

|      | 雇用者数  | 雇用者報酬 |
|------|-------|-------|
| 英国   | 15.4% | 13.3% |
| 日本   | 12.6% | 12.4% |
| ドイツ  | 11.6% | 11.5% |
| カナダ  | 10.9% | 10.6% |
| フランス | 9.3%  | 8.1%  |
| 中国   | 1.5%  | 1.2%  |
| イタリア | 1.3%  | 1.0%  |
| 韓国   | 1.1%  | 1.3%  |

(資料)米商務省

### ～50年ぶりのREER安値にも言及～

なお、「Japan」の項における円相場に対する記述では「2023年の円は対ドルで6%以上下落し、2024年4月末時点では11%近く下落している。また、実質実効ベース(REER)では2022年の11.5%に加え、2023年には5.5%下落し、50年ぶりの低水準で推移している」と異例の通貨安環境について認識が共有されている。ちなみに2024年5月時点のREERは長期平均(20年平均)に比較して▲37%の過小評価という過去に経験のない水準まで切り下がっている。



過去の本欄で繰り返し議論してきたように、既に需給構造の変容が大分進んでしまったことを思えば、REERの円高方向への調整はインフレによって進む公算が大きいと筆者は予想している。この点、今後は内外金利差もさることながら、内外物価差に着目した為替分析も多くなるだろう。

### ～為替介入に関する表現～

ちなみに冒頭で紹介した高官コメントを通じて問題が無いことは確認されているものの、「Japan」

の項の締めの部分には「Treasury's expectation is that in large, freely traded exchange markets, intervention should be reserved only for very exceptional circumstances with appropriate prior consultations」と為替介入へのけん制とも取れる文言がある。これは今年5月のG7におけるイエレン米財務長官の「各国が介入することは可能だ。より根本的な政策変更を伴わない限り、必ずしも機能するとは限らないが、介入を行うのであれば、ごくまれであるべきで、貿易相手国に伝達すべきだと考える」といった発言と整合的である。当時は同発言が日本へのけん制と解釈され円安が進む時間帯もあった。確かに、不当な通貨安誘導ではない以上、為替政策報告書の趣旨に照らせば問題にならないかもしれないが、イエレン財務長官が前置きするように「為替市場は自由に取引できる市場であるため、介入は控えるべき」というロジックに沿えば、いずれの方向であれ介入は容認されそうにないと為替市場が解釈する可能性はあるし、実際に今回はそうなったようにも見える。

### ～トランプリスクなど～

今後の円相場にとってのリスクは、イエレン財務長官が同様の発言を繰り返すことは元より、仮にトランプ氏が当選した場合の展開である。上述してきたような日本の「監視リスト」入りの背景をトランプ氏が正しく理解することはまずないであろうから、誤解に基づいた日本への批判が重ねられる展開は危惧される。そもそも為替市場についてトランプ氏の定見は怪しいものがあるため、日本の為替介入についても無理解に基づいたけん制を発する可能性はある。しかし、事実として日本の対米黒字が大きいことを捉えて、強い言葉で批判を展開する可能性は相応に高く、その流れで円高への誘導を促すような発言などは想定される。例えば日銀の利上げを催促するような発言は如何にも予見されるところだ。無理な利上げがかえって投機的な円売りを焚きつけてしまうことは周知の通りだが、無いとは言えない展開である。今回の為替政策報告書自体を過度に不安視する必要は全くないが、米政府高官の発言と繋げて曲解され、相場材料に使われる動きは今後警戒したいところである。

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

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                |
|------------|-------------------------------------------|
| 2024年6月20日 | 週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～) |
| 2024年6月19日 | 本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～                |
| 2024年6月18日 | 久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～                |
| 2024年6月17日 | 日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～                    |
| 2024年6月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)               |
|            | 週末版                                       |
| 2024年6月13日 | FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～                    |
| 2024年6月12日 | 既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」                    |
| 2024年6月11日 | 懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来                      |
| 2024年6月10日 | 円相場の需給環境について～4月までの総括～                     |
| 2024年6月7日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)               |
| 2024年6月5日  | 証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～                    |
| 2024年6月4日  | 取えて考える対内直接投資促進の「負の側面」                     |
| 2024年6月3日  | 強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～                |
| 2024年5月31日 | 週末版                                       |
| 2024年5月29日 | 虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き              |
| 2024年5月28日 | 「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～     |
| 2024年5月27日 | 加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分                   |
| 2024年5月24日 | 週末版                                       |
| 2024年5月23日 | 金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～                 |
| 2024年5月22日 | 「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り                       |
| 2024年5月21日 | ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～                 |
| 2024年5月20日 | 垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～              |
| 2024年5月17日 | 週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)      |
| 2024年5月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)               |
|            | 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～                  |
| 2024年5月14日 | 通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～                 |
| 2024年5月13日 | 1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～                      |
| 2024年5月10日 | 週末版                                       |
| 2024年5月9日  | 遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～                    |
| 2024年5月8日  | FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて                   |
| 2024年5月7日  | 円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～                       |
| 2024年5月2日  | 週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)             |
| 2024年4月30日 | 日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク                      |
| 2024年4月26日 | 週末版                                       |
| 2024年4月25日 | トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～                    |
| 2024年4月23日 | 世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～                 |
| 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～                 |
| 2024年4月19日 | 週末版                                       |
| 2024年4月18日 | IMF世界経済見通しを受けて～またも「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 | 過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～                |
| 2024年4月9日  | 対内直投のキーワードは「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～妥結資金は年内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～滲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                   |