

G20 声明とドル高に不満な米国 もはや国際協調なくしてFRBの成功もなし

欧米調査部主席研究員

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- G20財務大臣・中央銀行総裁会議（4/16・17）の声明文には、米金融政策の成否を左右し得る重要な一文が加わった。「金融市場の変動を監視し、必要な行動をとっていく」姿勢の表明である。
- これはドル高への警告ではないか。前回2月の合意を踏襲し、多くの先進国に金融緩和が必要なことをG20は再確認したが、緩和策が招いたドル高に米国政府は強い不満を抱き始めている。
- 急速なドル高が続けば、米国政府の意向を受けてG20の監視姿勢は一段と強まろう。見方を変えると、もはや国際協調なくしてFRBの出口戦略の成功はないと言えそうだ。

1. 金融市場の変動への警戒強める G20 声明

4月17日に発表されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議（以下、G20）の声明で注目されるのは、「金融市場の変動を監視し、必要な行動をとっていく」という文言が新たに加わったことである。

前回2月のG20では、各国中銀が法的使命（マンデート）を果たすために採ろうとする金融緩和を「歓迎する」姿勢が示されていた（図表1）。その姿勢は今回も踏襲されており、声明文では「多くの先進国において、インフレ予想をアンカーし回復を支えるために緩和的な金融政策が必要である」との記述が盛り込まれた。

その上で今回の声明文では、金融政策の在り方が米国とそれ以外の国々では大きく異なることを背景とした「大きくかつ変動のある資本フローから生じるマクロ経済及び金融の安定におけるリスク」にも目が向けられることになった。各国及び国際協力を通じたマクロ・プルーデンス政策と資本フロー管理政策を基本的な処方箋としつつ、G20は「金融市場の変動を監視し、必要な行動をとっていく」姿勢を明らかにした。

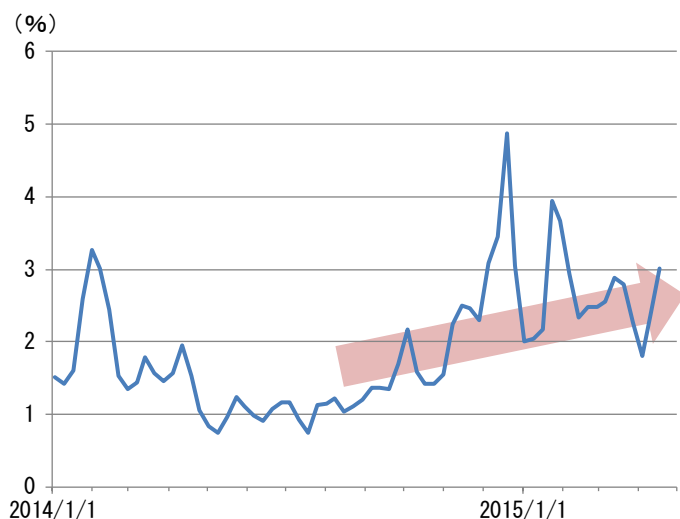
実際、主要国の名目実効レート（JPモルガン）に関する変動率の分布動向をみると、為替市場ではボラティリティが増大していることが分かる（図表2）。ただ、その変化はすでに昨秋ごろから始まっており、本来なら前回2月のG20において懸念が表明されていてしかるべきだったとも言える。果たして今回のG20を突き動かしたのは何か。

図表1 G20財務大臣・中央銀行総裁会議声明（抜粋）の比較

2月	<p>3. いくつかの先進国における、遅い成長と長期化した需要の弱さを伴う、長期化した低インフレは、継続的な経済停滞のリスクを増加させる。したがって、我々は、金融政策及び財政政策の在り方を継続的に見直し、必要な場合には、断固として行動していく。</p> <p>4. 我々は、いくつかの国では、中央銀行のマンデートと整合的に、現在の経済状況が緩和的な金融政策を必要としていることに合意する。この観点から、我々は、中央銀行が適切な金融政策行動を採ることを歓迎する。ECBが採った最近の政策決定は、物価安定のマンデートを果たすことを目的としており、ユーロ圏の回復を更に支援する。我々はまた、成長見通しがより強固ないくつかの先進国において、金融政策の正常化を許容する状況に近づきつつあることに留意する。金融政策の在り方が一様でなく、金融市場の変動が高まる環境下において、金融政策の在り方は、負の波及効果を最小化するために、注意深く測定され、明確にコミュニケーションが行われるべきである。</p>
4月	<p>1. (前略) 我々の前回の会合以降、世界経済の見通しに対するリスクは、よりバランスのとれたものになった。より低い石油価格の世界経済への影響は、異なる効果をもたらすが、全体としてプラスと見込まれる。それにもかかわらず、為替の変動や長期化した低インフレ、内外の不均衡の継続、高水準の公的債務、及び地政学的緊張を含む、重要な課題が存在している。</p> <p>2. (前略) 多くの先進国において、インフレ予想をアンカーし回復を支えるために緩和的な金融政策が必要である。金融政策の在り方が一様でなく、金融市場の変動が高まる環境下において、金融政策の在り方は、負の波及効果を最小化するために、注意深く測定され、明確にコミュニケーションが行われるべきである。大きくかつ変動のある資本フローから生じるマクロ経済及び金融の安定におけるリスクに対処するには、必要なマクロ経済調整はマクロ・プルーデンス施策、そして適切な場合には、資本フロー管理施策により支えられる。この観点から、我々は、マクロ・プルーデンス、かつ資本フロー管理でもある施策に対する各々のアプローチについて、関係する国際機関間による継続した協力を歓迎する。我々は、引き続き、金融市場の変動を監視し、必要な行動をとっていく。我々は、我々の以前の為替相場のコミットメントを再確認し、保護主義に対抗する。</p>

(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成 (仮訳は財務省。強調はみずほ総合研究所)

図表2 主要国名目実効レート変化率の標準偏差



(注) 週平均値の変化率 (4週前との対数階差) について標準偏差を計測。対象国は45カ国。

(資料) JPモルガンより、みずほ総合研究所作成

2. ドル高への不満を示し始めた米国政府

G20の声明文の変化は、ドル高に対する米国政府の不満の高まりが一因であろう。その不満は、米国財務省が公表した『為替報告書』（*Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policy*, 4/9）に鮮明に表れている。

報告書には冒頭「重要な所見」（Key Findings）という総括パートがある。米国財務省は今回、その「重要な所見」の中で、広義名目実効レートで測ったドル高の進行に言及すると共に、金融緩和に偏った政策アプローチを強く批判したのである（図表2）。昨年10月に公表された為替報告書の「重要な所見」は今回とは全く異なる。当時は、「グローバルな主要課題は需要の伸びを押し上げることであり」、「短期的には、より景気刺激的なマクロ政策が不可欠」と述べるに留まった。

ここで再度今回のG20声明を見てみると、世界経済に対するリスクが2月時点よりもバランスのとれたものになったとの評価が示されている（図表1、前掲）。国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでも、米国の成長率が下方修正された分が、日・ユーロ圏等、他の先進国の成長率の上方修正によって相殺されたことで、2015年の世界経済成長率は3.5%で据え置かれた（図表3）。まさに“リバランス”という表現がぴったりだが、米国はその理由（ドル高）に不満なのである。

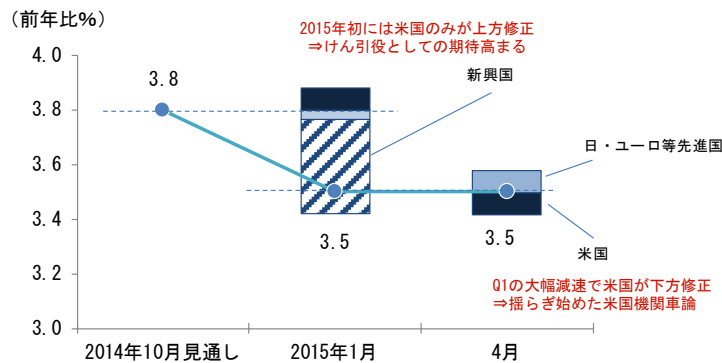
図表3 為替報告書の「重要な所見」の抜粋

堅固な米国経済と対照的に、世界経済は失望的であり、引き続き懸念材料である。（中略）世界経済の弱さは、これは重要な点であるが、いくつかの主要国でマクロ経済政策の包括的発動が不十分なことを反映しており、当該国の内需を刺激する努力の余地は極めて大きい。米国経済の強まり、冴えない海外経済、及び資源価格の下落と共に、**ドルの広義名目実効レートは2014年下期に7.9%上昇し、2015年第1四半期にさらに4%上昇した。**

世界経済は米国を唯一の成長のエンジンとして頼るべきではない。そうしたアプローチでは、G20がまさに追求している、強く、持続可能で、均衡のとれた世界経済にはつながらない。この目標を達成するには、**多くの国がバランスのとれた政策ミックスと実施する必要がある。**いかなる政策であっても一つの政策に過度に依存するのは十分ではない。むしろ、政策当局は余地のある国では財政出動を含むすべての政策手段を用いる必要があり、金融緩和を補完すべきである。

（資料）米国財務省よりみずほ総合研究所作成（仮訳、強調共にみずほ総合研究所）

図表4 2015年世界経済成長率（IMF）と各国・地域の寄与度の変化



3. 国際協調なくしてFRBの成功なし

G20がドル高への警戒を強めているという解釈が正しければ、連邦準備制度理事会（FRB）はG20に大きな借りが出来たことになる。もはや、国際協調なくして米国の金融政策の成功はないと言えるからだ。

FRBは、いよいよ年内に最初の利上げに踏み切るところに来ている。イエレン議長の言葉（3/24）を借りれば、理由は2つある。雇用回復の持続性とラグである。まず、ゼロ金利政策によって過去2年間で労働市場の緩みは相当減少した。イエレン議長は、こうした雇用回復の勢いは緩やかな利上げぐらいではほとんど妨げられないだろうと述べている。次に、金融政策が効果を発揮するまでには長いラグがある。完全雇用と物価安定の達成を待ってからの利上げでは、景気過熱やインフレのリスクや、投資家の過度なリスクテイクによる金融安定への脅威が高まるおそれがある。

FRBはまさに出口の扉の前に立っている状況だが、障害となってきたのが予想を超えたドル高である。ドル高を止める手立てを米国は持ち合わせていない。こうした中、G20（あるいは後述するG7）だけがドル高の抑止力となり得るだろう。無論、国際社会には「為替相場は市場で決まる」という合意がある。しかし、ボラティリティの高まりとしてドル高を捉えるなら国際社会は「必要な行動をとっていく」（今回のG20声明）。

金融市場が予想するFRBの最初の利上げ開始時期は大きく後退している。米金融政策の先行きは指標次第と言われているが、これに加えて、5月27・28日のG7財務大臣・中央銀行総裁会議（ドイツ）を始めとする国際会議の動向にも目を配る必要がある。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。