

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 20 日)

米大統領選挙と為替相場に対する考え方について

目先の日米金融政策動向も重要だが、それはあくまで目先のドル/円相場の値動きにしか影響しない。今後 1 年という中期的な為替相場見通しを語る上ではやはり米国の通貨・金融政策がどちらに傾斜していくのかという大局観を掴む必要。この点、いよいよ米大統領選挙本戦が近づく中、市場もその先にある新政権下の通貨政策を念頭に置いた上で、取引する機会が増えてきそう。来週 26 日には第一回目の米大統領候補討論会が控え、重要なヒントになり得るだろう。だが、誰が大統領に就いても、「ドルが高い」という現状が変わっていない以上、論点は①現状を追認(ドル相場横ばい)するか、②現状の改善(ドル安)を目指すかの二者択一しかなく、③現状の悪化(ドル高)を促すような政策は志向されないのではないかと。ドル高が利上げ数回分の引き締め効果をもたらしたと見られる中、ここからさらに利上げとドル高のスパイラルが容認されていくとはどうしても思えず。今後、1 年間も「ドル高の罫」が見通し作成上の基本コンセプトと考える。

～米新政権の通貨政策を意識する状況へ～

先週末から東京休場となる昨日にかけての為替相場ではドル相場が下落した。明日未明のFOMCに対し利上げ見送り観測が強まっており、全体的にドル買いが勢いづきにくいムードと見受けられる。明日に控えた日銀金融政策決定会合¹への警戒感もあり、ドル/円相場は小動きに止まっているが、過去 1 週間で見れば、確実に下値を切り下げている。

なお、目先の日米金融政策動向も重要だが、それはあくまで目先のドル/円相場の値動きにしか影響しない。今後 1 年という中期的な為替相場見通しを語る上ではやはり米国の通貨・金融政策がどちらに傾斜していくのかという大局観を掴む必要がある。この点、いよいよ米大統領選挙本戦が近づく中、市場もその先にある新政権下の通貨政策を念頭に置いた上で、取引する機会が増えてきそう。来週 26 日には第一回目の米大統領候補討論会が控え、重要なヒントになり得るだろう。後述するように FRB のタカ派な金融政策に起因するドル高相場を米政治の通貨政策が快く思っていないのが実状であり、これは見通し作成上、極めて重要と考える。

～米新大統領の通貨政策には二者択一しかない～

本欄では繰り返し述べてきたように、ヒラリー・クリントン氏にせよ、ドナルド・トランプ氏にせよ、両者の通貨政策はドル高を容認しないものである公算が大きい(そもそも、洋の東西を問わず、新政権一年目に通貨高を全面的に飲むようなケースは稀と思われる)。共に選挙戦の最中で円を人民元と同一視して、通貨安誘導を批判するという事実誤認を振り撒いており、どちらか就任しても、この点をあげつらう向きが為替市場で勢いづきそうである。もちろん、選挙期間中の言動を真に受ける

¹ 明日の日銀金融政策決定会合に関するプレビューは 2016 年 9 月 14 日号『日銀会合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～』をご参照下さい。

べきではないのも確かであり、特に良識派である(と見なされている)ヒラリー氏が就任した場合はあらゆる政策事項が現状追認となり、軟着陸となるとの観測は多い。現職大統領ともなれば「大人の対応」に軸足を移すだろうという期待である。これは確かに一理ある。

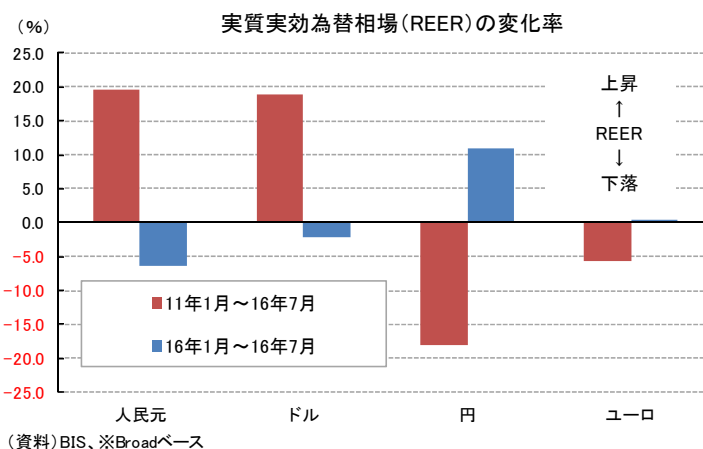
しかし、為替相場に関しては、現状追認にも限界があるのではないかと。政策的に容認する、しないに拘わらず、現実問題として過去2年間のドル相場の上昇スピードは非常に早く、結果としてREERも高水準に至った。今年に入ってからドル/円相場の動きを見ると、ドル高の調整(≒ドル安)が相当進んだように感じるかもしれないが、先週の本欄²でも議論したように、ドル

相場のREERは実は高止まりという評価の方が実態に近い。例えばG4通貨のREERに関し、2011年1月からの変化率を見ると(図中赤グラフ)、ドルは約+20%上昇、人民元は約+20%上昇となっている一方、円は約▲20%下落、ユーロは約▲5%下落であった。その上で、今年に入ってから発生した調整(図中の青グラフ)を重ね見ると、円は約+10%、人民元は約▲6%と相応の幅で調整が進んでいるが、ユーロはほぼ横ばい、肝心のドルは約▲2%しか下落していない。直感的に、急速に進んだドル高に対する調整不足、言い換えれば「ドル安不足」を感じざるを得ない。

2014年半ば以降から見られているドル高のペースは歴史的にも相当早いものだった。1973年以降では目立ったドル高局面が2回あり、今次局面は3回目に相当すると筆者は考えている。ラフに言って、1回目は1978～85年の約7年間でカーター政権のドル防衛やボルカー元FRB議長連続利上げなどを背景にド

ドル高が志向された局面、2回目は1995～2002年の7年間でルービン元米財務長官の下、「強いドルは国益」の掛け声と共にドル高が志向された局面である(年月の区切り方は他にもあるかもしれないが、大きく変わるまい)。この間のREERの動きを見れば、前者は7年間で約+30%、後者は7年間で約+20%上昇しており、単純に年平均で見れば+3～4%ポイントのペースでドル相場が上昇した局面だったことが分かる。これでも相当早いペースである。

転じて、3回目となる今回は2014年6月を起点とすると約2年が経過しており、期間で言えば過去対比でまだ続きそうな余地は感じる。しかし、この間のREERの上昇幅は2年間で約+15%、年平均では約+7.5%ポイントのペースと過去を凌駕している。今後、長い目で見てドル高局面が続くにしても、どこかのタイミングでまとまった幅の調整(ドル安)を警戒しておくことが自然ではないか。昨年来の筆者の主張を見聞きし、「来年も円高派なのか」と尋ねられることが増えているが、正確には



過去的大幅なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (A、%)	年数 (B)	年間上昇ペース (A÷B、%pts)
①1978年～1985年	34	7.0	4.9
②1995年～2002年	24	7.0	3.4
③2014年～2016年	15	2.0	7.6

(資料) FRB、スタート年の12月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。
③は「14年6月～16年6月」の2年間。

² 本欄 2016年9月15日号『G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～』をご参照下さい。

筆者はドル安を予想しているのであって、円高を予想しているわけではない。単純に言えば、過去 2 年のスピード調整が必要なのではないかという主張であり、円高はそれに付随する結果という整理である(もちろん、そうしたドル高相場の急騰に加えて、購買力平価(PPP)から見たドル/円相場の上昇乖離が甚だ大きくなっていったという事実はあった。この点、昨年来の円高・ドル安予想によって PPP が大きな安心材料となっていたことは事実である)。

話を大統領選挙に戻す。結局の所、米国の通貨・金融政策の意向で大勢が決しやすい変動為替相場の世界において、誰が大統領に就任するかは極めて重要な問題であるのは間違いない。だが、誰が大統領に就いても、「ドルが高い」という現状が変わっていない以上、論点は①現状を承認(ドル相場横ばい)するか、②現状の改善(ドル安)を目指すかの二者択一しかなく、③現状の悪化(ドル高)を促すような政策は志向されないのではないか。米経済の拡大局面が実に 87 か月目と史上 4 番目の長期間に及び、終盤が近いと言われている中、ここからさらに利上げとドル高のスパイラルが容認されていくとは筆者にはどうしても思えない。というよりも、そもそも容認できないからこそ、今年 4 月、為替政策報告書に「監視リスト」などという物騒なものを加えたのではなかったか。

～「大人の対応」を期待しかねるブレイナード財務長官～

米政治と為替政策という関連で言えば、大統領と並んで新財務長官人事の行方も注目度が高い。市場ではもっぱら「ヒラリー大統領ならブレイナード財務長官」との憶測が飛び交っているが、その真偽は定かではないにせよ、仮にそうなった場合の為替見通しへの影響は小さくないだろう。

本欄では折に振れて述べているように、筆者は 2014 年以降、為替予想を作成する上で、かなりブレイナード FRB 理事の講演を参考にしてきた³。日計りで言うことが二転三転する正副議長や他の地区連銀総裁の中にあって、過去 2 年間、彼女の主張は一貫しており、しかもその指摘は的確なものであった。ここで全てを紹介することはしないが、例えば直近となる 9 月 12 日の講演では、自身が何故そこまで慎重(ハト派)なのかが、論点を絞って非常に分かりやすく整理されていた。この中で、ブレイナード理事は「弱い海外経済の成長と過去 2 年に亘るドル高は純輸出、企業収益、設備投資、生産の大きな重石となっている」と述べている、実際に 2014 年半ば以降のドル高を受けて 2015 年の米企業マインドは悪化したし、企業収益も鉱工業生産も減速が見られた。それらが遅々として進まない米利上げの歩みの背景にあったことは否定できない。

同理事の講演は毎回、他の FRB 高官の講演に比べて、ドル相場への言及が多く、ラフに言えば「今の世界で米国が利上げすればドル独歩高で自滅するだけ」という本音が見え隠れする。筆者は、こうした論点を「ドル高の罠」と呼び、昨年から今年にかけての為替見通しの基本コンセプトだと考えてきたが、恐らくは今年から来年にかけても同様だろう。FRB 以外の中央銀行が利上げできるようになるか(そうすればドル独歩高は避けられる)、米実体経済がドル高を物ともしない強靱さを備えていれば「ドル高の罠」は問題にならないが、今のところ、その望みは薄そうである。

なお、ブレイナード理事がまだ財務次官であった 2013 年 2 月、匿名の G7 関係筋の話として「(2013 年 2 月 12 日の)G7 声明は誤って解釈された。同声明は、円の過度な動きに対する懸念を示すものだった」とロイターが報じ、円相場が急騰するということがあった。コメントの出所がワシントン

³ ブレイナード理事の直近講演に関しては本欄 2016 年 9 月 13 日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』をご参照下さい。

ンであったこと、ルー現・米財務長官が議会承認待ちであったことなどから、匿名高官とはブレイナード理事ではないかとの見方が公然と語られるようになった。実際、FRB 理事になってからの同氏の主張を踏まえる限り、その可能性は高い。

いずれにせよ、これまでの終始一貫としたドル高懸念を踏まえると、仮にブレイナード理事が財務長官に就任した場合でも、「大人の対応」はあまり期待できないように思えてくる。現段階から為替市場参加者が「ブレイナード財務長官シナリオ」に身構えるのは、これまでの経緯を踏まえれば自然と言えは自然である。万が一、そのようなシナリオに至った場合、ヒラリー・ブレイナードそして元よりハト派と目されやすいイエレン議長の「ハト派トライアングル」が注目され、ドル/円相場が再浮上のきっかけを掴むのはますます難しくなる懸念がある。

～ドットチャートは実現していた？～

そもそも、足許から更に利上げするだけの必要性はもはや感じられず、本欄では今年から来年にかけての利上げ見通しに関し、引き続きゼロ回をメインシナリオとしている。理論的には当たり前に想定されるように、通貨高は行き過ぎれば実体経済に引き締め的な効果を持ち得る。史上最速ペースで上がってきたドル相場が高止まりしている以上、そこから生じる引き締め効果は警戒されて当然である。例えば、ブレイナード理事は上述の講演で「FRB/US モデルの推計に従えば、

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2016	2017	2018	Longer run
Jun-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	3.25%
Jun-16	0.875%	1.625%	2.375%	3.00%

(資料)FRB

2014 年 6 月から今年 1 月までのドル相場上昇は米経済活動にとって、概ね FF 金利にして 200 ベーシスポイントの利上げに相当した」と述べているが、これは要するにドル高が「利上げ 8 回分(25bp×8)」に相当したという話である。2015 年 12 月に実施された 25bp の利上げを踏まえれば、1 年半の間に 9 回分の利上げがあったことになる。偶然だろうが、これは 2014 年 6 月のドットチャートで想定されていた利上げイメージと概ね合う(表、当時、2016 年末時点の FF 金利は 2.50%と想定されていた)。試算が正しければ、実質的な意味でドットチャートは実現していたのだから、2016 年に入ってから利上げできないのは当然である。

国際為替部

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。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに始まったBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解説～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諸観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～単純には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方