

みずほマーケット・トピック (2016 年 11 月 10 日)

トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響

米大統領選挙は、下馬評を覆し、トランプ氏の勝利で終わった。現状、金融市場の反応は想定されたものと真逆だが、現状は入り混じる期待と不安のうち、前者が先行している状況なのだろう。また、足許の相場つきはそのような深謀遠慮と無縁であり、選挙直前のヘッジポジションの巻き戻しに過ぎないという見方も多い。現時点では分からないことが多過ぎるゆえ、確たることは述べにくい。トランプ・ショックの影響はこれから顕現化してくると考えるのが妥当だろう。為替見通し上、トランプ大統領誕生は本欄の円高シナリオを補強する材料に過ぎない。選挙戦の最中であれば米国製造業への配慮を示してきた以上、安易なドル高は大きな不義理となるため、やはり回避される公算が大きいはず。米国の通貨・金融政策の意向が絶対的な影響力を持つ変動為替相場制という「舞台」において、現職の米国大統領が為替の方向感に何らかの希望を述べるとしたら、それは「未曾有の脅威」になり得る。この点は「大統領候補」から「現職大統領」に代わるに伴ってトランプ氏が少しでも「大人の対応」を心掛けることを願うのみである。

～トランプ・ショックの影響はこれから顕現化～

米大統領選挙は、下馬評を覆し、トランプ氏の勝利で終わった。金融市場にとっては英国の EU 離脱 (Brexit) に続く「歴史的な大誤算」だが、日本の政治・経済に与える影響は Brexit よりも大きいものとなりそうである。現状、金融市場の反応は想定されたものと真逆であり、ドル/円相場は昨日の最安値 (101.19 円) から本日は 106 円間際まで急騰している。米国市場では 10 年金利が天井と見られていた 2% をあっさり突破し、NY ダウ平均も前日比 +256.95 ドルと急騰している。ラフに言えば、トランプ大統領下での大型財政出動が景気過熱を招き、インフレ高進から金利も上昇、これに応じてドル買いも進むという解釈である。しかし、現状は入り混じる期待と不安のうち、前者が先行している状況に過ぎないのだろう。後者の思いを押し殺しながらの相場とも見受けられる。また、足許の相場つきはそのような深謀遠慮と無縁であり、選挙直前のヘッジポジションの巻き戻しに過ぎないという見方も多い。現時点では分からないことが多過ぎるゆえ、確たることは述べにくい。トランプ・ショックの影響はこれから顕現化してくると考えるのが妥当だろう。

トランプ大統領にまつわる最大の論点は為替などではなく米国の孤立主義路線やそれに伴う国際秩序の不安定化と思われるが、本欄では経済・金融、特に為替に絞って議論を進めたい。昨年来、筆者は「FRB の正常化プロセスは信用できず、ドル高は続かない」との見通しを唱え続けてきた。大統領が代わっても、その論点是不変であり、2017 年にかけての為替相場は過去 2 年半続いたドル高相場の本格的な調整 (ドル安) を経験する年になると予想する。トランプ大統領誕生は従前の円高シナリオを補強する材料に過ぎない。そもそも選挙戦の最中で米国製造業への配慮をあれば示してきた以上、安易なドル高は大きな不義理となるため、やはり回避されるのではないか。

～変動相場制における「未曾有の脅威」？～

改めて確認する必要もないが、トランプ氏の通貨・金融政策に対するスタンスははっきりとドル安方向である。例えば、今年 5 月にはテレビ番組で「利上げしてドル高になれば、大問題になる」などと述べたことがあった。そればかりか、ドル高の背景となる利上げ路線を進めるイエレン FRB 議長を更迭する意思まで明かしたことがある。基軸通貨国である米国の大統領が為替相場の方向感に言及すること自体、異例中の異例だが、トランプ大統領ならばその可能性も払拭されない。米国の通貨・金融政策の意向が絶対的な影響力を持つ変動為替相場制という「舞台」において、現職の米国大統領が為替の方向感に何らかの希望を述べるとしたら、それは「未曾有の脅威」になり得る。トランプ大統領の言動如何では、2017 年以降の為替予想は各種ファンダメンタルズを分析するのではなく、単に同氏の顔色を窺うゲームになりかねないだろう。この点は「大統領候補」から「現職大統領」に代わるに伴ってトランプ氏が少しでも「大人の対応」を心掛けることを願うしかない。

そうした通貨・金融政策の陰に隠れて財政政策は注目されにくい、トランプ氏は財源の当てのない大型減税を志向していることでも知られる。度が過ぎれば、米国債の格下げ、ひいてはドル安が連想されやすくなるだろう。もちろん、緩和的な財政政策が利上げ可能な経済環境を形作る可能性もあり、この辺りの論点は読みが難しいのも確かである。仮に、トランプ政権でドル高が発生するとしたら「巨額の財政出動→景気浮揚→利上げ→ドル高」といった経路が考えられるだろう。(現に選挙翌日の本日はそうした相場つきである)。とはいえ、トランプ大統領に「ドル高は嫌だ」という確固たる信念があれば、根本的にそのような展開も期待薄だと思われる。

その他、通商政策では環太平洋パートナーシップ (TPP) 協定の破棄や NAFTA (北米自由貿易協定) の見直し (極端なケースでは脱退) といった論点が目につく。米国がそうした立ち回りをするのが世界の保護主義化の起点となるという文脈で捉えるべき事案だが、当然、米国に拠点を構える多国籍企業に打撃を与える話にもなる。そうした行為が米国の実体経済に対して前向きな影響をもたらすとは思えず、結局は FRB の利上げ路線を挫折させる遠因となる。つまりドル安材料である。

もちろん、通貨安誘導や減税そしてトランプ氏が折に触れて言及する規制緩和は適切に執行されれば実体経済を押し上げる材料にもなり得る。だが、直情的なトランプ氏が議会と一致協力してそのような政策運営を切り盛りできるのだろうか。正直、俄かには信じがたいところではある。現時点で得られる情報を総合すれば、トランプ大統領の政策運営からはやはりドル安の臭いを感じる。

～米通貨政策は元々「ドル高に不寛容」～

ちなみに為替市場ではクリントン氏勝利のケースではドル安志向の強いブレイナード FRB 理事が財務長官に指名される可能性が囁かれ、注目されていた。これに対し、トランプ政権における財務長官人事は選挙対策財務責任者のスティーブン・ムニューチン氏などが囁かれているが、それほど注目はされていない。他ならぬ大統領自身がドル安志向を露わにするのであれば、その配下である財務長官人事に関心が集まらないのも当然と言えば当然かもしれない。

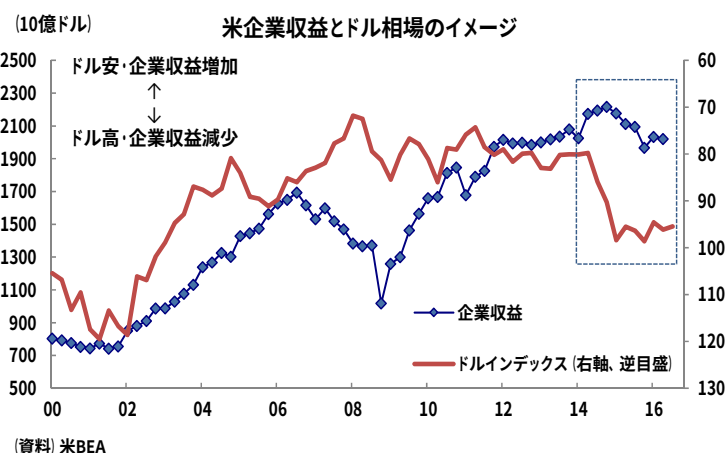
但し、重要なことは米財務省の通貨政策に関しては、為替政策報告書における『監視リスト』の存在に象徴されるように、選挙以前からドル高相場に対する警戒感が示されてきたという経緯である。要するに、大統領や財務長官という政治的且つ属人的な要素以前に、米通貨政策のスタンスとして「ドル高に不寛容」という事実が元々あったことは忘れてはならない。後述するように、雇用統計

の増勢は明らかに衰えているし、企業収益もドル高と符合するように 2014 年下期から頭打ちになっている。真っ当に考えれば米国の政策当局者の間で利上げやそれに伴うドル高の悪影響に対し懸念が芽生えるのは自然な話と思われる。こうした流れは 2017 年にかけて強まるのではないか。

～トランプ大統領がドル高を許すための「心の拠り所」はあるか～

もちろん、たとえドル高でも実体経済が耐えられている間はトランプ大統領も文句は言うまい。現状、米国の雇用・賃金情勢は確かに堅調であり、だからこそ FRB の利上げ路線も堅持されている。だが、景気分析上、雇用・賃金情勢はあくまで景気循環に対する遅行系列であり、減速が露わになる頃には政策対応が遅きに失している恐れが強い。雇用・賃金情勢を頼りに政策運営するのは、バックミラーを見ながら車を運転しているようなものである。

この点、不安な兆候は既に見え隠れする。例えば、非農業部門雇用者数変化の趨勢（3 か月平均）を振り返ってみると、2014～15 年は前月比+20 万人を下回ることが稀であったが、2016 年はむしろ下回ることの方が多くなっている。完全雇用と思いき水準まで雇用回復が進んだ結果とも言えるが、裏を返せば今後、雇用の増勢が強まることも期待できない。2017 年に景気の成熟化



がさらに進み、前月比一ケタ万人増が頻発するようになったとしても、市場は「完全雇用だから仕方ない」とこれを冷静に受け入れるのだろうか。少なくとも、直情的な反応に陥りやすい為替相場にそのような展開はあまり期待しない方が良いでしょう。雇用だけではない。ドル高の影響が懸念される企業部門に目をやれば企業収益は 2014 年末を境として減益が続いており、概ねドル高が加速し始めた時期と一致する(図)。企業収益の伸びが鈍ってくれば、いずれ賃金の伸びにも影響してくるだろう。雇用・賃金、企業収益といった経済・金融指標の中でも比較的訴求力の強い計数に今後加速が見込めない状況を想定した場合、利上げに伴うドル高を通貨政策として容認するのはやはり難しいのではないかと。言い換えれば、トランプ大統領がドル高を容認するにあたって、心の拠り所になりそうな計数が今後多くは見込めないというのが筆者の想定である。

～大きいドル相場の調整余地～

最後にドル相場の現状を簡単に確認しておきたい。本欄¹でも繰り返し述べているように、2014 年 6 月以降続いているドル相場の上昇に関し、2016 年は殆ど調整が進んでいない。つまり、トランプ大統領はドル相場の水準が高いまま着任することになる。ゆえに、誰が大統領に就こうと、「足許からのドル相場続伸は認めがたい」というのが筆者の基本認識である。大統領が代わったからと言って、為替相場を評価する時間軸まで非連続的なものにすべきではなく、あくまで従前の動きからの連続性を重視すべきと考える。

¹ 例えば本欄 2016 年 10 月 27 日号『ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～』をご参照下さい。

日本人の目から見れば、2016 年は大きくドル安が進んだように感じるかもしれないが、実はドルは対円でこそ下落したが、その他通貨に対してはそれほどでもない。例えば、今年 1 月から 9 月までの間に円は対ドルで+16.2%も上昇したが、ドル相場全体の動きを示す名目実効為替相場 (NEER) は同期間に▲2.7%しか下落していない (その直前の 5 年間で +24%も上昇したにも拘らず、である、

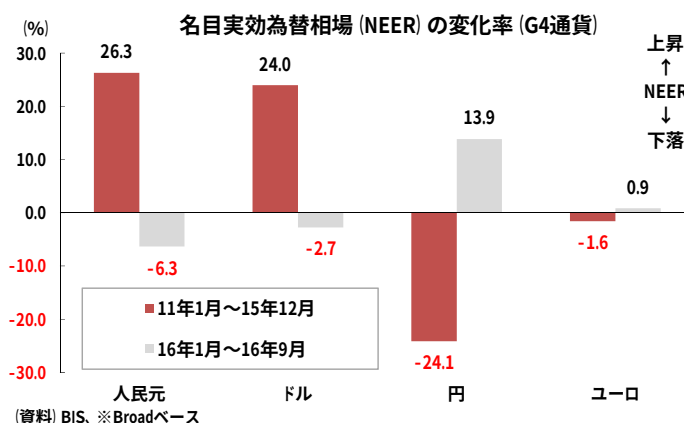


図)。過去の本欄でも述べたように、実効相場の構成とその変化率を踏まえれば、円が対ドルで上昇した分は、英ポンドや人民元、メキシコペソといった通貨が対ドルで下落した分で完全に相殺されてしまった。それでもドルの NEER が全体として下落したのは円の他にカナダドルやユーロなども対ドルで相応に上昇したためだが、過去 2 年半の急騰を踏まえれば、2017 年に調整余地を残してしまったという印象はどうしても残る。

現状、トランプ大統領に関しては分からないことが多く、語れることは少ない。だが、上述してきたように、為替予想を立てる上では「ドル相場は急騰後、調整していない」、「トランプ氏はドル安志向が強い」、「米財務省の通貨政策は元々ドル安方向」といった確実に言える事実がどうしても目につく。斯かる状況下、2017 年にかけてのドル/円相場に関しては、『中期為替相場見通し (2016 年 11 月 2 日発行)』で示している通り、年度内に 100 円割れが定着した後、90 円台前半を主戦場とする展開へ移っていくというメインシナリオを堅持しておきたい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版「FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～」
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～②
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状 (2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版「日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～」
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
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	イレ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年上半年期～
2016年8月5日	週末版「総括的検証で問われるべきは「戦略」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	明らかに開始した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、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦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」～簡単には終わらず～
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) とユーロ相場見通し
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」と言う勇気と奇襲の「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	イレレン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！「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～