

みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 14 日)

トランプノミクス相場に関する Q&A

為替市場では「トランプ氏勝利ならば超円高」という事前想定とは真逆の展開が続いており、これがトランプ次期大統領の政策を「良いところ取り」し過ぎた一時的反応なのか、それとも局面変化が訪れているのか、判断を下さなければならない状況に直面している。現段階で議論を深めてみたところで、あまりにも分からないことが多過ぎるため、確度の高い結論は得られそうにないが、現時点で照会の多い論点に関し、Q&A 方式で整理しておきたい。パスも含めて為替見通し水準の改定は必要と考えるが、これまで筆者が重視してきた「ドル高に耐えられない米国の政治・経済」という問題の所在も全く変わっていない。人民元相場への余波等を踏まえれば、大統領が代わっても「ドル高の罠」は健在であり、FRB が利上げに邁進すれば、再び中国の通貨政策が注目される可能性も視野に入る。17 年の為替予想が円安気味に振れることは致し方ないにせよ、ドル安への反転リスクは依然払拭されない状況が放置されそう。

～トランプノミクスと金融市場の現状に関する Q&A～

米大統領選挙におけるトランプ氏勝利の番狂わせを受けた金融市場は依然、不安定な状況にある。特に為替市場では「トランプ氏勝利ならば超円高」という事前想定とは真逆の展開が続いており、これがトランプ次期大統領の政策を「良いところ取り」し過ぎた一時的反応なのか、それとも局面変化が訪れているのか、判断を下さなければならない状況に直面している。実際のところ、現段階で議論を深めてみたところで、あまりにも分からないことが多過ぎるため、確度の高い結論は得られそうにないが、現時点で照会の多い論点に関し、Q&A 方式で整理しておきたい。

Q:なぜ、下馬評を覆し円高ではなく円安で反応しているのか？

A: 金融市場は「法人税や所得税を対象とした大型減税やインフラ投資を介した大型財政出動が GDP を押し上げ、これに伴って物価上昇圧力が強まる結果、FRB の利上げペースも加速しドルも全面高になるはず」というシナリオを織り込みに入っている。つまり、トランプノミクスの強いリフレ志向を評価した上での株高・ドル高・金利高であり、アベノミクス初期の相場反応と似ている。

だが、トランプ次期大統領がリフレ志向の強い政策を打つことは事前に分かっていた。それを踏まえた上で、筆者を含め市場参加者の多くは「トランプリスクを受けた円高」を警戒していたはずである。現在、そうならなかった理由として挙げられているのは「勝利演説が意外にまともだったから」以外の理由は見当たらず、どこか脆い印象がある。もちろん、現職大統領として「大人の対応」を心掛ける可能性はあるわけだが、現段階ではトランプ次期大統領が具体的な経済政策に言及しておらず、確たることは言いがたい。11 月 2 日発行の『中期為替相場見通し』における年内上値「107 円」は本日午前中にブレイクされているため、月末に向けて順次改定を検討するが、これまで筆者が重視してきた「ドル高に耐えられない米国の政治・経済」という問題の所在も全く変わっていない。

見通しの水準は調整が必要であり、場合によって 2017 年中のパスにも修正が必要と考えるが、見通しの根底にあるコンセプトは不変と考えている。ドル安への反転リスクは根絶されたとは言えない。

Q: 株高・ドル高・米金利高は持続可能な相場反応と思うか？

A: 現段階ではそうは思えない。先週の本欄 2016 年 11 月 11 日号『トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～』でも見たように、トランプ次期大統領が志向する可能性のあるポリシーミックス(通貨・金融・財政政策の組み合わせ)には明確な矛盾がある(図)。少なくとも現状の相場反応が示すように、財政

トランプ大統領の下でのポリシーミックス(通貨・金融・財政政策)



(資料)各種報道より筆者作成

出動を主軸とするインフレ高進・利上げ・通貨高という実体経済を想定するならば、これまでトランプ次期大統領が口にしてきたドル高けん制は鳴りを潜めざるを得ない。

しかし、伝統的に労働組合が強く、民主党の牙城であった産業州、特にグローバル化の余波を受けて衰退が指摘される米中西部・北東部地域(通称 Rust Belt: 錆びついた工業地帯)をトランプ次期大統領が勝ち抜けたのは「自分が大統領になれば保護主義色の強い政策を打つ」という手形を切ったからに他ならない。そのようなスタンスとドル高容認姿勢は全く相容れないものだろう。これは結局、トランプ次期大統領が①「財政出動によるプラス効果」と②「利上げ&ドル高によるマイナス効果」を天秤にかけて、どちらが重いと判断するかという話である。その答えはまだ分からない。

Q: トランプノミクスとアベノミクスの類似点は？

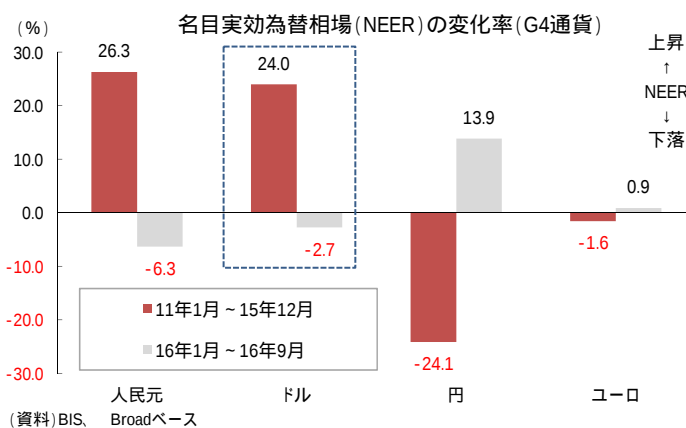
A: 現在の金融市場は、アベノミクスの強いリフレ志向を囃し立て円安・株高が加速した 2012 年末から 2015 年半ばの状況に酷似している。アベノミクスの喧伝する強いリフレ志向を受けて市場では円安・ドル高が急激に進行した。それは消費者物価指数(CPI)の上昇率が安定的に 2%になるというニューノーマルを期待した上での相場反応であり、要するに市場参加者にとってのアベノミクスとは日銀の金融緩和とほぼ同義語であった。だが、結局、潜在成長率の低い日本において CPI の 2% 到達は難しく、次第に金融政策の力業では円安・株高を支えられなくなり始めたのが今年であった。

今回のトランプノミクス相場は当時の日本と酷似しているが、財政政策を主軸とするリフレ政策という点が決定的に異なり、こちらは金融政策と違って確実に効く筋合いがある。金融政策の力業が通用しなくなった途端、ヘリコプターマネー政策の可能性が取り沙汰された日本の状況を見れば分かるように、乗数効果の大小という議論はあるにせよ、財政出動は需要を作り出し、景気はその分必ず押し上げられる。この点、効果が不確かな金融政策よりは効果の確度が高い。特に現在の米国が完全雇用であることを踏まえれば、理論的には物価は上昇しやすい話になり、そこから導かれる FRB 利上げ、それに伴うドル高進展というシナリオは合理的な想定である。

Q:では、ドル高予想に転じるべきではないか？

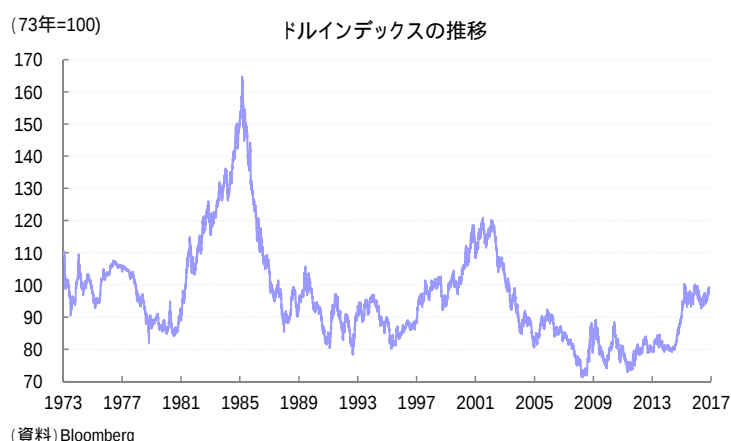
A:部分的に正しいが、部分的にそうとも言えない。確かに大型インフラ投資などを背景として米経済実体経済が押し上げられる以上、その間の為替予想を円安・ドル高方向へ上方修正することは検討せざるを得ない。上述した通り、財政出動は一時的であるとはいえ、GDP の改善を促すため、これに応じて FRB の正常化路線が延命する可能性はある。元々、米景気の悪化とそれに応じた FRB のハト派傾斜を見通しの前提としていた本欄にとっては見通しを上方修正する材料になり得る。

だが、それは「ドル高相場の延命」であって「ドル高相場の復活」ではないことは強調したい。何故、昨年 6 月をピークにアベノミクス下での円安が進まなくなったのか思い返してみるといい。それは「FRB の正常化プロセスが遅々として進まなくなったから」であり、その背景には「ドル相場の騰勢が強まり過ぎたから」という側面もあったはずである。つまり、米国がドル高に耐えかねるという事実(もしくは疑念)が浮上した段階で円安は止まったのである。本欄では口酸っぱく繰り返しているように、過去 5 年のドル高は今年に入ってから殆ど調整していない(図)。ここからさらにドル高が進むことをトランプ次期大統領やその支持基盤である製造業の投票層が支持するのだろうか。選挙戦を振り返ってみれば、トランプ次期大統領は円安により日本の大手建設機械メーカーの競争力が高まり、自国の建設機械メーカーが不利に立たされていると声高に批判していた。深層心理でそのように思っている人物が対円での一方向的なドル相場上昇を許容し続けるのは普通に考えれば難しい。



Q:上値目処をどこまで設定すべきか？

A:では、どこまでのドル相場上昇ならばトランプ次期政権は容認するだろうか。日次で取得できるドル相場の指標としてインターコンチネンタル取引所(ICE)のドルインデックスに着目した場合、過去 5 年のピークは利上げ直前となる昨年 12 月 2 日の 100.5 程度であった。現状は、99.5 程度であるため、今次ドル高局面の上値まではもう+1%程度しか余地がない。全通貨に対し等しくドル相場が+1%



上昇すると仮定した場合、ドル/円相場は 107.50 円付近から 108.50 円付近への上昇となる。現状の熱狂を受けたオーバーシュートを見込めば、やはり「110 円」程度が最初の節目だろうか。

少なくともそれ以上の円安・ドル高になると、元より無理がある購買力平価(PPP)の尺度に照らし

て円高圧力が高まる上¹、米国の通貨政策としてもルービン元米財務長官以来のドル高を志向する局面に入ってくる。ちなみにルービン元財務長官による「強いドルは国益」の掛け声の下、ドル高相場が加速した前回の局面では、ドルインデックスは最高で 121.0 (2001 年 9 月) まで上昇した。これは現状から約+20%、ドル/円相場がその幅で上昇するとすれば 130 円弱という話になる。諸条件に鑑みれば、ここまでの想定をするのは現実的とは思えない。

Q:「ドル高の罟」をどう考えるのか？

A: 筆者は「現状の世界で FRB が利上げを続ければドル全面高で自滅するだけ(ゆえに利上げもドル高も続かない)」という論点を重視し、これを「ドル高の罟」と呼んできた(図)。大統領が変わろうとも「ドル高の罟」は健在である。重要なことは「ドル高の罟」は米国外にも影響が及ぶという点である。いくらトランプ次期大統領が「財政出動によるプラス効果」と「利上げ&ドル高によるマイナス効果」を比較して前者の方が勝ると判断したとしても、それは国内経済に限った話である。周知の通り、基軸通貨ドルの動きは海外経済に対して小さくない影響を及ぼす。昨年 8 月、今年 1 月に見られた人民

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

元的大幅切り下げは「FRB の利上げ→ドル高」に合わせて自国通貨をペッグすることが困難になった中国による一種の降参宣言でもあった。その後、2016 年に入り、ドル相場の騰勢が止まったことで人民元が市場の焦点になることはなくなったが、再び FRB が利上げに向けて邁進し始めれば中国の通貨政策が論点として再浮上する可能性があるだろう。結局、現状の世界においてドル高は米国自身を含めて誰も幸せにしない可能性が高く、だからこそ今年 2 月の上海 G20 では政策協調によるドル安誘導の可能性まで取り沙汰されたのである(当時は第二次プラザ合意とも呼ばれた)。

トランプノミクス相場が 2017 年の為替予想水準を円安方向へ引き寄せることは間違いないと思われるが、結局、「ドル高の罟」に絡め取られて、その円安相場も長持ちすることはないと予想する。

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。

¹ 物価尺度に照らした理論的な議論に関しては、本欄 2016 年 11 月 8 日号『実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～』をご参照下さい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
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
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～
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	世界にとつ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年上半年～
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	明らかにやり始めた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～いよいよ詭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 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	英議員殺害で悪い返されるアンナ・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～)