

みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 15 日)

トランプノミクスを巡る 2 つのシナリオ

足許のトランプノミクス相場で急落を強いられているのが新興国通貨である。米景気拡大を背景とした物価高やそれに伴う FRB 利上げを見越して、より期待収益の高いドル建て資産へ資本が惹きつけられていることの結果だが、現状を評価するにあたっては本来 2 つの考え方が存在してしかるべきである。1 つは米国と新興国の景気格差に応じてドル買い・新興国通貨売りが加速するという考え方であり、もう 1 つは米経済の力強さに応じて新興国から米国への輸出も加速し、新興国の景気回復も進展するという考え方である。現在の市場は前者の考え方を前提に動いているように見受けられる。だが、前者の考え方の結末は新興国からの資本流出と国際金融市場混乱、これに応じた FRB のハト派傾斜という「いつか来た道」であり、市場はそこまで織り込んでいる気配はない。この点、最近前向きな兆候が見られる OECD 景気先行指数は注目。

～ドルインデックスが今次局面の最高値へ接近～

為替相場は引き続きトランプ次期大統領の経済政策(以下トランプノミクス)への期待を受けた動きが続いており、ドル/円相場は一時 108.54 円まで上昇している。昨日の本欄でも議論したようにインターコンチネンタル取引所(ICE)のドルインデックスが既に今次ドル高局面で最高値を臨む中、やはり過剰感を感じる。相次いで報じられるトランプ次期大統領の言動が穏当であることを受け、トランプリスクが剥げ落ち、トランプノミクスの良い部分ばかりを取り上げようというムードが支配的になっているが、トランプノミクスに通底する思想は保護主義に傾斜したものであり、為替で言えばドル安である。その思想が今回の選挙の番狂わせに繋がったという事実は動かしようもない。財政出動による景気押し上げが確実に見込める以上、利上げ回数の増加とこれに応じたドル相場上昇は致し方ない面もあるが、過去 2 年半でみたドル相場の騰勢が再現されるとまでは思わない。

～トランプノミクスと 2 つのシナリオ～

なお、足許のトランプノミクス相場で急落を強いられているのが新興国通貨である。米景気拡大を背景とした物価高やそれに伴う FRB 利上げを見越して、より期待収益の高いドル建て資産へ資本が惹きつけられていることの結果だが、現状を評価するにあたっては本来 2 つの考え方が存在してしかるべきである(次頁図)。

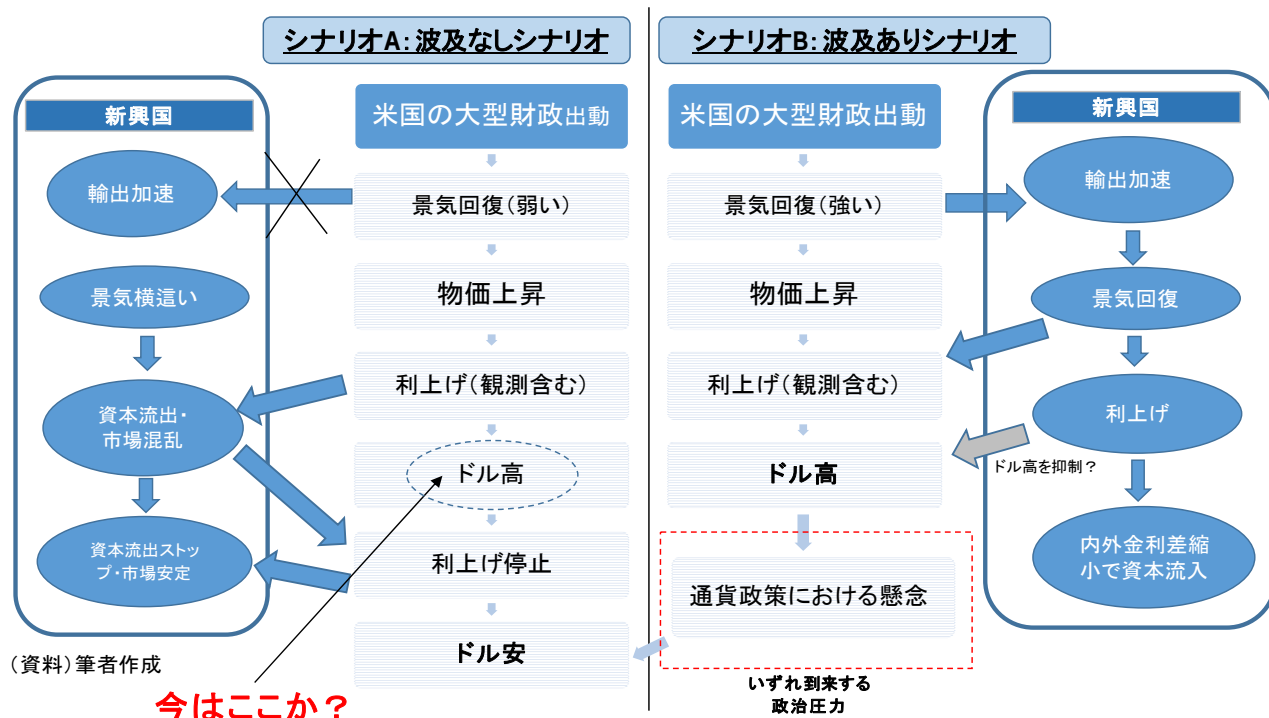
1 つは米国と新興国の景気格差に応じてドル買い・新興国通貨売りが加速するという考え方であり、これが現在目の当たりにしている相場つきである。この考え方は「米経済の回復は新興国経済を持ち上げるほどの力強さはない」という意味も含んでいる。仮に、米経済の回復を起点として新興国からの輸出が加速し、世界経済全体が持ち上がるという前向きな波及まで想定しているならば、新興国通貨が一方的に売られる必要はない。市場はそこまでの展開を見込んでいないのだろう。便宜上、次頁図ではこの考え方を「シナリオ A:波及なしシナリオ」と呼んでいる。

一方、大型財政出動の結果として米経済が市場参加者の想定通り、本当に上向いてくるのであれば、それに呼応する格好で新興国から米国への輸出も加速し、新興国の景気回復ひいては金融引き締めまで想定する話になる。そうなれば、「FRB が唯一利上げできる中央銀行」という状況も変わり、世界の運用難民がドル建て資産に殺到することなくなるだろう。過度なドル高に怯える必要がなくなった FRB が安心して正常化プロセスを進めることができる芽も生まれてくる。そのような連続的な利上げの確度が高まるタイミングでこそ、基調的な円安を見通すこともできよう。下図ではこの考え方を「シナリオ B:波及ありシナリオ」と呼んでいる。

上述したように、現状、市場はシナリオ A を織り込んでいいる。どちらのシナリオが正しいものなのか結論を出すのは尚早だが、本当に米国が完全雇用状態にあるのだとすれば、財政出動が短期的に実体経済を押し上げて、いずれ悪い物価上昇に行き着く。その意味で、市場の織り込みは正しい方向へ向かっているように思われる。だが、シナリオ A の結末までは織り込んでいないとも思われる。というのも、図示されるように、シナリオ A が進んでいけば(為替的にはドル相場の騰勢が進んでいけば)、中国を筆頭とする新興国は資金流出に晒される状況が続くことになる。その結果として昨年夏や今年始めに何が起きたのかは改めて説明する必要はないだろう。米金利上昇を見越した新興国からの資金流出、その最中で行われた人民元の大幅切り下げ、これを受けた世界同時株安が国際金融市場を不安定化させ、原油価格も一時 1 バレル 30 ドルを割り込んだのだった。こうした状況下、FRB が年 4 回と想定していた 2016 年の利上げは 3 回、2 回、1 回と徐々に見通しの切り下げを余儀なくされ、ドル相場の騰勢が止まったというのが今年の為替相場である。現在のドル高は昨年と同質のものであり、正に「いつか来た道」を辿ろうとしているのではないか。

また、仮に、「シナリオ B:波及ありシナリオ」であった場合、足許の相場が持続力を持つ可能性はある。とはいえ、既述の通り、ドル相場は歴史的な高値圏に踏み込んでおり、ルービン元財務長官による「強いドルは国益」とのスローガンが支配した 1995～2002 年のドル高局面にチャレンジする

トランプ政権下での米国と新興国の経済関係イメージ



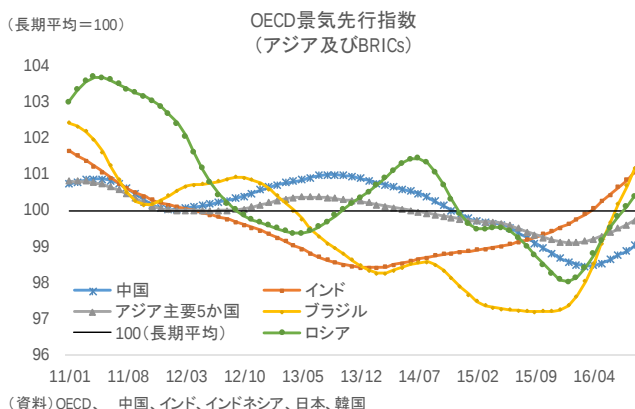
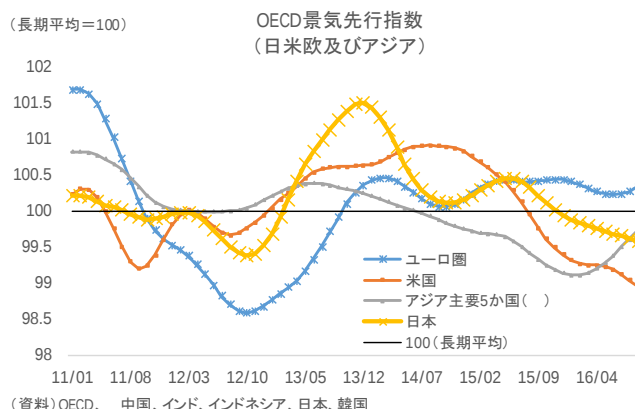
状況にある。当時は、国策としてドル高を狙う状況にあったが、保護主義化・左傾化を極めた今回の大統領選の勝者がそのような路線を取るだろうか。シナリオ B であるほど米経済が改善したとしても、さほど遠くない将来に米政府・財務省の通貨政策としてけん制が入る可能性は拭えない。

～17 年上半期までは堅調を維持か？～

筆者は現状のところシナリオ A の可能性の方が高いと想定しているが、少なくとも新興国経済の先行きに関しては先進国経済よりも明るいという事実もある。それゆえ、シナリオ A の後半に当たる混乱局面が訪れるとしても当分先になるという可能性もあり、また、起きたとしても緩やかに止まるという期待もある。景気循環に対して 4～8 か月先行すると言われる OECD 景気先行指数を見ると、少なくとも 2017 年半ばにかけての新興国経済は拡大局面に差し掛かっている公算が大きく、この差は先進国に比べると顕著になりそうである。こうした展開を前提とすれば、仮に、FRB が正常化プロセスを推進していても、一方的な資本流出は抑制され、昨年来、国際金融市場で見られたような過度な動揺は抑制されるかもしれない。また、こうした

OECD 景気先行指数の改善は今年に入ってから顕著だが、時を同じくして商品市況も底打ちしており、この背景に新興国の実体経済回復に裏づけされた需要回復が存在した可能性もある。

本欄 2016 年 8 月 16 日号『リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運』ではこうした世界経済の回復機運は筆者のメインシナリオ(米景気不調に起因する円高・ドル安予想)のリスクかもしれないと議論したが、そのリスクが現実味を帯び始めているのかもしれない。これはトランプリスクとは別次元で生じている重要な兆候であり、今後の相場動向を読む上でも看過できない。少なくとも同指数が示唆する 2017 年央までの新興国経済の回復に加え、目立った政権批判が控えられる可能性が高いトランプ大統領就任当初 100 日間(いわゆるハネムーン期間)を念頭に置くと、2017 年上半期におけるドル/円相場は堅調推移する可能性が高まっている。



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.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14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～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「戦略」ではなく「戦術」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」～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 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IHICPI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)