

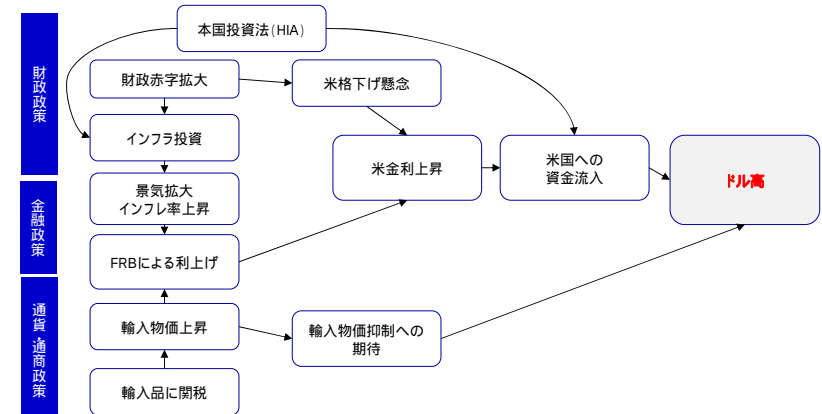
みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 21 日)

## チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～

トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待先行でドル高相場が続いている。確かに、トランプ次期大統領の性格を踏まえれば「内需の過熱」というアクセルを踏み続けることは考えられ、それに従って利上げとドル高の循環が起きることはあり得る。だが、どこかで「高過ぎるドル」が障害となるタイミングはやってくるだろう。その障害をかわすために通貨・金融政策のハンドルを通貨安方向に切るのはいつになるのか。17 年はトランプ次期大統領とドル相場のチキンレースの様相を呈しそうである。なお、トランプノミクスとかつてのレーガノミクスを比較する論調が目立つが、仮にレーガノミクスの再現ならば、最終的にはドル高是正(プラザ合意)が待ち受けており、その先にはブラックマンデーも。米製造業の海外流出を堰き止めたことをツイッターで誇るような人物が、一方的なドル高誘導を果たして続けるのか、筆者は疑問に覚える。

### ～チキンゲームの様相を呈してきたドル高相場～

トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待先行相場が続いており、今朝方のドル/円相場はいよいよ 111 円台に突入している。インターコンチネンタル取引所(ICE)のドルインデックスは 101.40 付近に達しており、2003 年 4 月以来、約 13 年ぶりの高水準である。ドル/円相場だけを見ていると想像に至らないが、



(資料)みずほ銀行作成

2016 年のドル相場は対円でこそ大幅に下落したものの、対その他通貨では高止まりしたままであり、「高いところからさらに高いところへ到達した」という状況にある。今の勢いを受けて、ドル/円相場に関し「ドル/円相場は年初の 120 円へ戻る」との見通しも散見されるようになっているが、仮に 120 円まで到達するとしたら現状から+8%の上昇、他通貨でも同様の变化率を想定した場合、ドルインデックスは 110 を超えるイメージになる。これはルービン元米財務長官が「強いドルは国益」の掛け声の下で主導した前回のドル高局面(1995～2002 年)で経験して以来の水準となる。今回のドル高相場のメカニズムは図の通りだが、起点となる財政出動の具体的内容に関して、トランプ次期大統領の口から何一つ具体的なプランが出ていないにも拘らず、金融市場が前倒しで期待を過度に織り込んでいるのが現状と見受けられ、やはり危うさを禁じ得ない。

別々の車に乗った 2 人のプレイヤーが互いの車に向かって一直線に走行し、先にハンドルを切って逃げたプレイヤーをチキン(臆病者)とするゲームをチキンレース(もしくはチキンゲーム)と呼ぶ

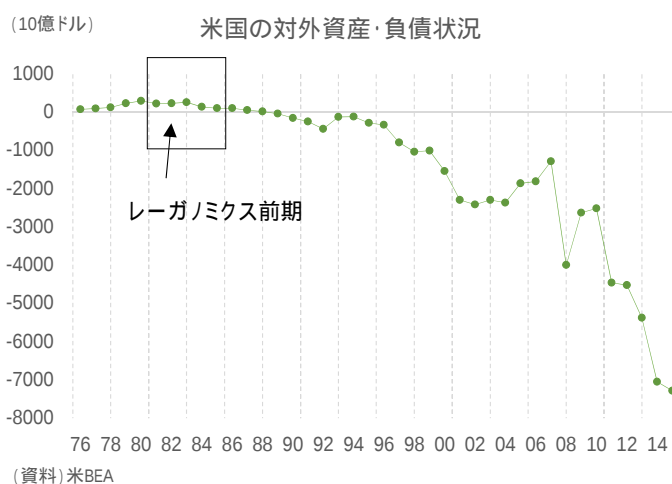
が、このままでは 2017 年にかけてのドル高相場は文字通り、チキンレースの様相を呈してくるだろう。内需の過熱を企図して財政出動を拡張し続ける政策運営が景気の押し上げになることは間違いない。だが、これに付随する利上げ&ドル高が外需(具体的にはトランプ次期大統領を支持した国内製造業の輸出)の押し下げに効くことも間違いない。トランプ次期大統領の性格を踏まえれば「内需の過熱」というアクセルを踏み続けることは考えられるが、どこかで「高過ぎるドル」が障害となるタイミングはやってくる。その障害をかわすために通貨・金融政策のハンドルを通貨安方向に切るのがいつになるのか。2017 年はトランプ次期大統領とドル相場のチキンレースである。

なお、先週 17 日、トランプ次期大統領は米自動車大手企業の会長から「米南部ケンタッキー州の工場を維持する」との電話を受けたとツイッターに投稿し、工場に関し「メキシコには行かない」とも誇らしげに語っている。また、翌 18 日、同自動車大手企業も「トランプ次期大統領と新しい議会が米国の競争力を向上させ、国内生産を可能にする政策を実施するであろうことに勇気づけられた」との声明を発表している。このやりとりだけを見ていると、やはり通貨政策のハンドルがドル安方向に切られるのはそう遠くない将来に思えてならない。

### ～現状はレーガノミクスの「光」しか見ておらず～

「ワシントンの政治に毒されていない」という部外者(アウトサイダー)という点を捉えてトランプ次期大統領をレーガン元大統領と比較する論調が見られるが、そのポリシーミックスにも類似点を見出し、今起きていることをレーガン元大統領の経済政策(レーガノミクス)と重ねる向きが多くなっている。しかし、仮にレーガノミクスの再現ならば、最終的には国際協調によるドル高是正(プラザ合意)が待ち受けており、その先にはブラックマンデーがある。レーガン元大統領が就任した 1981 年当時の米国は高失業率と高インフレ率が並存する「不況下の物価高」、いわゆるスタグフレーションの最中にあった。こうした状況に対し、レーガノミクスでは減税による消費・投資意欲の喚起や規制緩和による民間活力の刺激が企図され、金融政策も物価の騰勢を抑えるべく引き締めが実施された。

確かに、減税や規制緩和、「強い米国」を念頭にした軍事費拡大など、トランプノミクスとレーガノミクスは重なる部分は多く、レーガノミクスが事前の懸念を覆し、歴史的に高い評価を得るに至ったことなども踏まえれば、現在見られているトランプノミクスへの期待も分からないことはない。しかし、減税や軍事費拡大の結果が財政赤字に繋がり、その財政赤字が金利上昇に繋がった。その上で金融引き締めも行われたため、内外金利差から強烈なドル高が進んだのである。

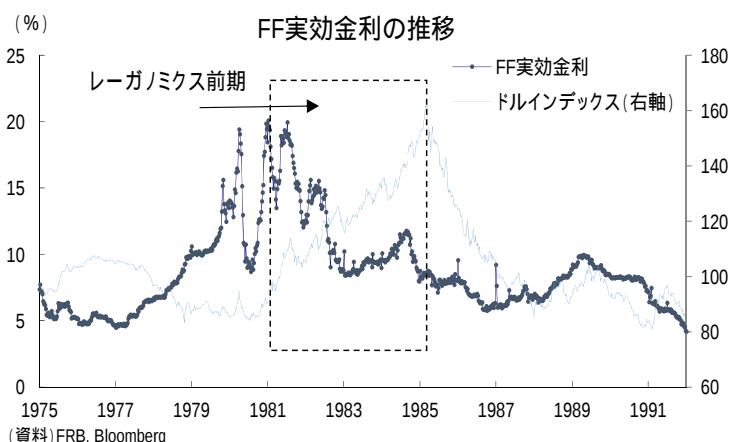


そしてドル高の結果、貿易赤字が拡大し、これが財政赤字と並んで「双子の赤字」と称されたのである。言ってみれば、レーガノミクスを受けた景気回復やスタグフレーションの収束を「光」とすれば、ドル高や双子の赤字は「陰」の部分であった。レーガン元大統領就任時に対外純資産国だった米国が対外純債務国に転落したのは、この「陰」の部分が作用した結果である(図)。現状、トランプノ

ミクスに沸いている市場はレーガノミクスの「光」しか見ておらず、まさに良いところ取りの感が強い。

### ～ 思い返すレーガノミクスの「陰」～

その後起きた歴史的な動きを踏まえれば、レーガノミクスの「陰」の部分は決して小さなものとは言えない。レーガノミクスを受けたドル高は、円安やドイツマルク安に繋がり、日本やドイツから米国への輸出が拡大するという現象に繋がった。これが対日本、対ドイツとの貿易摩擦に発展し、行き着いた先が 1985 年 9 月 22 日のプラザ合意である。なお、一時 19% まで引き上げられていた FF 金利は



ドル高の進行などを背景に物価の騰勢が抑えられていたこともあり、1982 年以降は引き下げに転じていたが、1985 年以降はこれにプラザ合意後の大幅なドル安基調も加わり(図)、米株は 1987 年 10 月のブラックマンデーまで上昇し続けることになる。ブラックマンデーの背景は知られている通りだ。行き過ぎたドル安を止めるため G7 は 1987 年 2 月にルーブル合意へ至った。具体的には、FRB が利上げに転じる一方で、日銀や Bundesbank は利下げを行い、ドル相場の浮揚を図ろうという試みである。だが、自国の物価抑制を優先した Bundesbank が利上げへ踏み切ったことで合意は瓦解、ドルの下落は続いた。米株を保有する外国人投資家からすれば「ドルの続落」か、これを止めるための「FRB の利上げ」かの二者択一の状況となり、いずれにせよ、米株に強気になれない状況が出来上がった。その帰結がブラックマンデーである。要するに、レーガノミクスはドル高を抑止するプラザ合意に至り、プラザ合意はドル安を介してブラックマンデーに至ったのである。

### ～ 多くの「だろう」に支えられた相場～

トランプノミクスが世に言われているようなレーガノミクスの焼き直しならば、最終的に米国や国際経済はドル高に振り回され混乱することになる。現状の相場つきは、「大規模の財政出動が打たれるだろう」、「財政出動によって物価が上昇するだろう」、「物価上昇を受けて利上げするだろう」そして「トランプ次期大統領はドル高に目を瞑るだろう」という多くの「だろう」によって成立している。しかし、その確証はまだどこにもない。少なくとも為替相場に関し、レーガノミクスはドル高志向を明示していたが、保護主義勢力の追い風を受けたトランプノミクスがこれを明示する道理はない。米製造業の海外流出を堰き止めたことをツイッターで誇るような人物が、一方的なドル高誘導を果たして続けるだろうか。筆者は現在の相場の持続可能性に関し、どうしても不安を覚える。

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](mailto: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](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18日 | 週末版                                            |
| 2016年11月17日 | イタリア国民投票に関するQ&A                                |
| 2016年11月16日 | 円の基礎的需給環境の現状と展望                                |
| 2016年11月15日 | トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ                             |
| 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ボリシーミックス～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  | 世界にとと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  | 明らかにになり始めた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 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・リンズ事件                          |
| 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WHICPI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～                          |