

みずほマーケット・トピック(2016年11月22日)

真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～

トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)を受けたドル/円相場の上昇期待は依然根強い。斯かる状況下、筆者の円高シナリオに関し、照会が増えている。正式には11月30日発行予定の『中期為替相場見通し』での公表になるが、現状で水準やパスに関して考えていることを提示しておきたい。現在の動きは、元よりトランプ次期大統領本人不在の相場であり、同氏の発言が年明けまで出てこないであろうことを思えば、年内でこの流れが止まる理由はない。水準に関して言えば、年内に115円到達、年度内に120円弱という可能性は否定できない。現在のトランプノミクス相場に乗じたドル高・米金利高が崩れるとすれば、トランプ次期大統領の口からけん制が入る、FRBの利上げ見通しが下方修正される、ドル高・米金利高に耐えられなくなって新興・資源国市場が混乱に陥るなどの要因が考えられ、全ての可能性が相応に高そう。17年1～3月期中にドル高の悪影響が顕現化し、4～6月期以降からドル相場下落が始まる可能性などを検討。特に、4月公表の『為替政策報告書』は例年以上に関心を惹くはず。

～抜けやすい「110～120円」～

トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を受けたドル/円相場の上昇は小康を得ているものの、依然として上値追いの期待は強い。斯かる状況下、円高を見通してきた筆者のシナリオに関し、照会を頂くことが増えている。正式には11月30日発行予定の『中期為替相場見通し』での公表になるが、現状で水準やパスに関して考えていることは提示しておきたい(文末の予想レンジはあくまで現時点での暫定であり、正式には11月30日を待たれたい)。

現在見られている動きは、元よりトランプ次期大統領本人不在の相場であり、同氏の発言が年明けまで出てこないであろうことを思えば、年内でこの流れが止まる理由はない。水準に関して言えば、年内に115円到

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
53.6	購買力平価(輸出物価、73年基準、2016年9月)
69.1	購買力平価(輸出物価、80年基準、2016年9月)
73.4	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2016年7月)
74.9	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2016年9月)
90.3	購買力平価(企業物価、80年基準、2016年9月)
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
96.2	購買力平価(企業物価、73年基準、2016年9月)
103.2	16年3月時点の採算レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
103.5	購買力平価(消費者物価、80年基準、2016年9月)
104.7	世界銀行算出購買力平価(2015年)
106.0	購買力平価(OECD、2015年、GDPベース、※2.)
111.1	2016年11月21日
111.3	購買力平価(OECD、2014年、民間最終消費ベース)
117.5	想定為替レート(日銀短観、2016年9月調査、通年)
120.9	16年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
126.9	購買力平価(消費者物価、73年基準、2016年9月)
130.3	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
143.4	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
258.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2014年度調査)

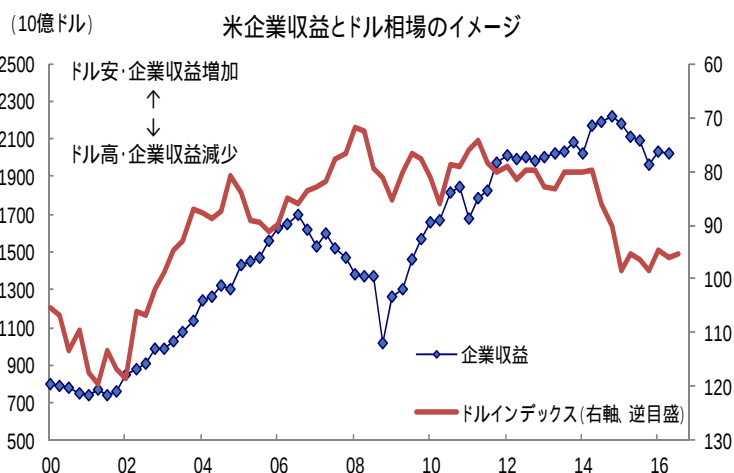
(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2. OECD購買力平価は15年12月公表時点 (毎年6月・12月に週及改定あり)

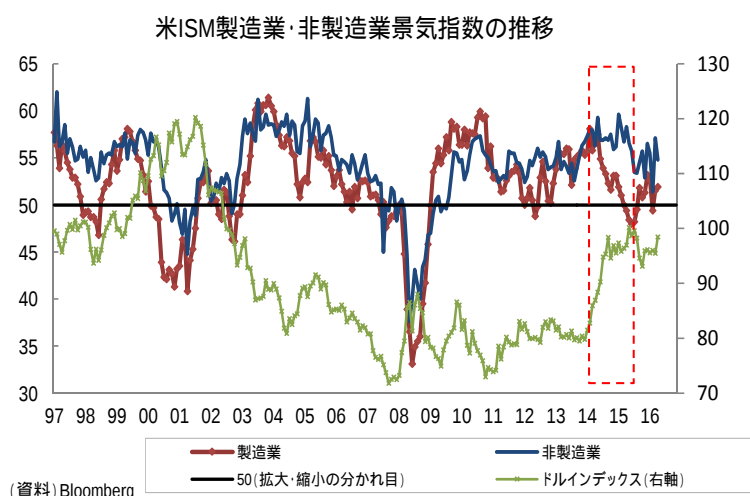
達、年度内に 120 円弱という可能性は否定できない(それが米経済にとって相応しい動きだとは全く思わないが)。というのも、過去 5 年の例を振り返ってみると、「110～120 円」のレンジは、上抜ける時も、下抜ける時も取引時間が短かったという特徴がある。上抜けた時は 2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和後、約 1 か月で 109 円から 120 円まで到達している。下抜ける時は今年 2 月初旬に 120 円を割った後、約 2 か月で 110 円を割り込んでいる。110 円や 120 円が大きな心理的節目と見られていることの影響なのか、「110～120 円」ではどちらか片方にモメンタムがつきやすいのかもしれない。また、前頁表は購買力平価(PPP)を円高・ドル安順に並べたものであるが、比較的有力な PPP は「95～105 円」のゾーンに密集しており、今年は漸くこの水準に収斂してきたところであった。一方、「110～120 円」にはこれといった節目が見当たらず、実際の取引に照らしても、物価尺度に照らしても、このゾーンが真空地帯となっているような印象は受ける。直感的な議論に過ぎないが、「110～120 円」が「抜けやすい」価格帯であることは予測作成上、気にかけていきたい論点である。本欄や『中期為替相場見通し』では上値目処として 115 円超を検討する 1 つの材料となる。

～止まるための 3 つの要因～

だが、本欄では繰り返し論じているように、そのような相場が続くとは思えない。現在のトランプノミクス相場に乗じたドル高・米金利高が崩れるとすれば①トランプ次期大統領の口からけん制が入る、②FRB の利上げ見通しが下方修正される、③ドル高・米金利高に耐えられなくなって新興・資源国市場が混乱に陥るなどの要因が考えられる。より厳密には①や③が起きた時に②も発生することになるのだろう。選挙期間中からのトランプ次期大統領の発言に関し、その連続性を重視するのであれば、就任と同時に①を警戒すべきところだが、同氏にとって「大規模財政出動」と「大幅減税」は強い思いがありそうであり、尚且つ公約の中では比較的議会の理解も得られやすいようなことを踏まえれば、まずはこれらを実施することが優先順位となりそうである。その上で、目立った弊害が出るまでドル高は放置という可能性はある。①は如何にも起こりそうではあるが、そのタイミングやトリガーまでは全く読めず、現段階で検討するだけ無駄と思われる。敢えて言えば、4 月中旬に予定されている次回の『為替政策報告書』で明らかに通貨安方向に傾斜した情報発信が行われる



(資料) 米BEA



(資料) Bloomberg

ようなことがあれば、1つの転換点にはなり得るだろう。

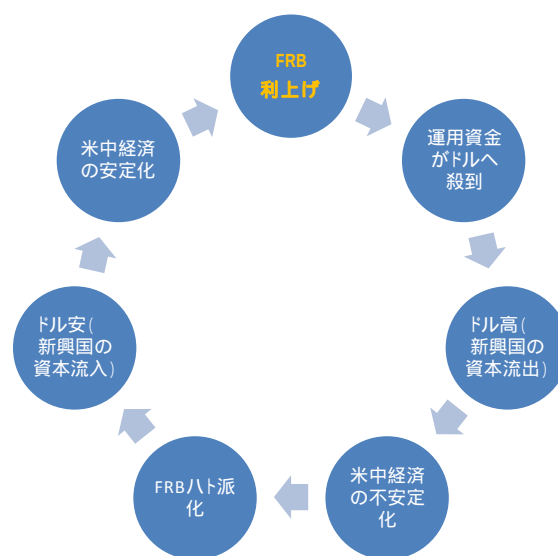
だが、②はある程度早い段階で予想すべき動きである。ドル高を受けて企業の四半期決算や毎月の雇用統計に動揺が見られた場合、FRBの利上げはストップせざるを得ない。少なくとも米企業収益はドル高と共に失速してきた経緯があり(前頁図)、昨年12月の利上げ時にも「減益局面で利上げするのか」といった批判が見られた。また、ISM製造業景気指数も明らかにドル相場の趨勢に振らされてきた経緯があり(前頁図)、仮にこのままドル相場が上昇してきた場合、最初に異常を来すのは恐らくこうしたソフトデータになる。これらの計数を見て真っ先に反応するのはトランプ次期大統領ではなくFRBであり、恐らくは「やはり利上げは難しい」という雰囲気が強まるだろう。

結局、トランプ次期大統領の内需刺激策を受けて物価もドルも上昇するが、ドル高が目障りになった場合、FRBは利上げに踏み切れなくなる。その結果として物価高は放置されるため、実質所得の減少などから、景気も失速する可能性が見えてくる。既に歴史的な高値に接近しているドル相場を踏まえれば、こうして通貨高が実体経済に影響を及ぼす臨界点はさほど遠いものではないのではないか。11月30日発行予定の『中期為替相場見通し』では2017年1～3月期中にその臨界点が到来し、4～6月期以降からドル相場下落が始まることなどを検討したい。

～トランプ・タントラムを受ける新興市場～

また、③から崩れる可能性も気がかりである。これはテーパー・タントラム(taper tantrum: 量的緩和の縮小を受けた市場の痛癢)ならぬトランプ・タントラムとも言うべき現象である。実際、ドル高局面で最も売られる通貨が円になりがちのところ、今回はメキシコペソ、南アランド、ブラジルレアルなどの新興国通貨の売りが目立つ。米利上げ期待にけん引された資本流出が新興国市場を揺さぶり、FRBのタカ派姿勢がぐらつく可能性はある。今後、トランプノミクスの進捗に応じて年3回、4回と利上げペースの加速が織り込まれていった場合、資本の脆弱な金融システムを有する新興国は打撃を被る恐れがある。本欄で長らく論じてきたように、

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

FRBが連続的な利上げを行えるためには「ドル高の罟」を断ち切るしかなく(図)、そのためには新興国の踏ん張りが必須になる。OECD景気先行指数を見る限り、その踏ん張りに期待できそうなムードはあるが¹、あくまでトランプショック前のデータであり、大統領選挙後の資本流出を受けて果たして磐石な実体経済が維持されるのかは定かではない。この点は、新興国の踏ん張りに期待するにせよ、このペースで米金利高・ドル高が続き、資本流出に晒されていけば、例えば短期対外債務比率の高い国などを中心として、外貨建て債務の膨張が注目される可能性がある。

¹ 本欄2016年11月15日号『トランプノミクスを巡る2つのシナリオ』をご参照ください。

～暫定的な予想レンジとパス～

以下はあくまで現時点で筆者が考える予想レンジ及びパスの暫定的なイメージである(繰り返しになるが、正式版は11月30日に発行予定)。率直に言って、現段階では分からないことがあまりにも多く、確度の高い議論がしにくい。政策間の整合性の無さを見る限り、トランプ次期大統領本人ですら経済政策のポリシーミックスを完全に理解していないように感じられる。その意味で、年内に打ち出せるあらゆる金融市場の見通しは暫定的な色合いを帯びざるを得ないだろう。

但し、選挙期間中に繰り返されてきたトランプ次期大統領の言動の数々、既に高いドル相場、そして全世界的に巻き戻しが進んでいるグローバリゼーションの流れ(即ち保護主義的な流れ)などを踏まえれば、米国経済だけ過熱し、ドルが世界の通貨高の按分を一手に引き受け続ける状況は持続可能ではないと筆者は考える。現在の相場は、せいぜい続いたとしても、目立った政権批判が控えられるだろうトランプ次期大統領就任後100日間(ハネムーン期間、つまり約1四半期)と想定し、2017年1～3月期はドル/円相場が続伸しても、その後にピークアウトを余儀なくされるパスを検討したい。特に、4～6月期冒頭には『為替政策報告書』が公表され、例年になく強い興味を惹く展開が予想される。

	2016年 1～11月(実績)	12月	2017年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	99.00 ～ 121.70 (110.50)	110 ～ 115 (113)	109 ～ 117 (113)	106 ～ 114 (111)	105 ～ 113 (109)	103 ～ 111 (107)
ユーロ/ドル	1.0711 ～ 1.1616 (1.0643)	1.04 ～ 1.09 (1.07)	1.04 ～ 1.11 (1.08)	1.06 ～ 1.13 (1.10)	1.08 ～ 1.15 (1.11)	1.09 ～ 1.16 (1.12)
ユーロ/円	109.30 ～ 132.45 (117.59)	115 ～ 123 (121)	115 ～ 125 (122)	114 ～ 124 (122)	114 ～ 124 (121)	113 ～ 123 (120)

(注) 1. 実績の欄は11月22日までで、カッコ内は11月22日の10時半頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。4. 数字はあくまで暫定であり、11月30日に正式版を発行し、修正を施す。

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21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
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「欧州の濫竽主義」
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～「ドル高の罟」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はバramer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	「空気を讀まない」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は現状維持を賣げるか～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