

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。唐鎌大輔

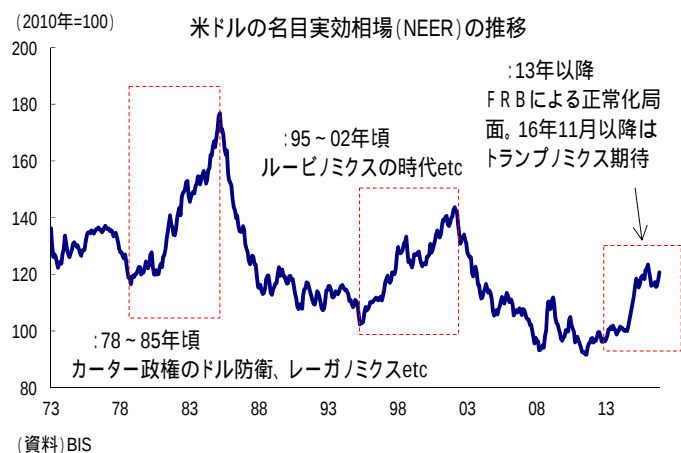
みずほマーケット・トピック(2017年1月4日)

2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～

2016年のドル/円相場は「5年ぶりの円高の年」となった。だが、昨年ドルに対して上昇した通貨は基本的に円のみであり、その他多くの通貨は対ドルで低位安定。ゆえに、2017年を迎えたドル相場は実効ベースで見れば依然歴史的な高水準に位置しており、この「空中戦」をどこまで続けられるのかが今後を見通す上での重要な視座となるだろう。ドル/円相場という通貨ペアだけに捉われるのではなく、実効ベースでドル相場を評価しようとする複眼的な姿勢を保ちたいところ。就任日が近づくに連れて保護主義色を隠さなくなっているトランプ次期大統領の言動を見る限り、同氏(やその側近)が高いドルに対して疑義を呈し、相場が反転する展開は2017年中に十分予想される蓋然性の高いシナリオ。基軸通貨国にとって、高過ぎるドルの調整は容易である。なお、IMM通貨先物取引の状況に見る投机筋の円ポジションは2015年8月11日週以来の売り持ちであり、これはアベノミクス下での円安が最高潮に達していた時期に相当する。

～ドル相場の「空中戦」はいつまでもつのか～

2016年のドル/円相場は結局117.07円でひけた。11～12月の強烈な円安・ドル高でその印象は大分薄れたものの、昨年の始値が120.15円だったため、2016年は「5年ぶりの円高の年」となったことになる(水準はBloombergよりEBS基準の始値・終値を参照)。但し、本欄では執拗に述べてきたように、昨年ドルに対して大きく上昇した通貨は基本的に円のみであり、その他多くの通貨は対ドルで低位安定で

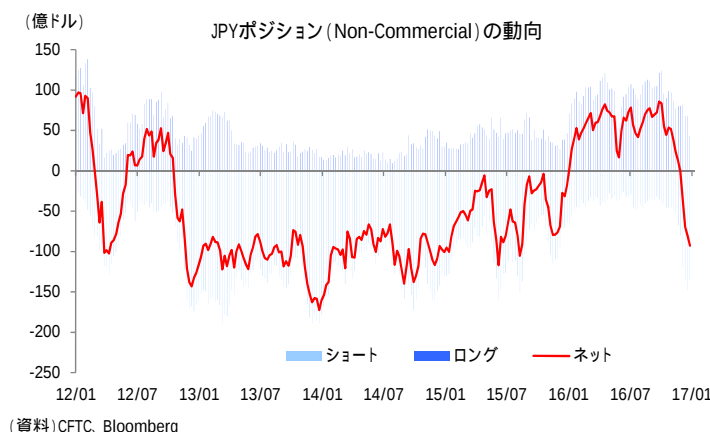


ある。ゆえに、2017年を迎えたドル相場は実効ベースで見れば依然歴史的な高水準に位置しており(図)、この「空中戦」をどこまで続けられるのかが今後を見通す上での重要な視座となる。昨年末の最後の本欄¹でも述べたように、ドル/円相場という通貨ペアだけに捉われるのではなく、実効ベースでドル相場を評価しようとする複眼的な姿勢である。例えば、実効ベースで大きなウェイトを占める人民元やメキシコペソに対して、現状以上にドルが上昇する展開をトランプ次期大統領が許すだろうか。後述するように、就任日が近づくに連れて保護主義色を隠さなくなっている同氏の言動を見る限り、筆者はどうしてもそう思えない。保護主義と通貨高は基本的に矛盾している。

¹ 2016年12月27日号『2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～』をご参照下さい。

～円売り持ち高は一つの節目に～

そうは言ってもドル/円相場の水準感を気にせざるを得ない向きが多いだらう。この点、IMM 通貨先物取引の状況²に見る投機筋の円ポジションは(図)、既に▲92.62 億ドルの売り持ちに達している。これは 2015 年 8 月 11 日週以来の売り持ちであり、言い換えればアベノミクス下の円安が最高潮に達していた頃の売り持ち高に匹敵する(当時のドル/円相場は 125 円付近だった)。もちろん、こうした



投機筋の持ち高水準と為替水準を一对一で結びつける議論が絶対的に正しいとは言えず、もっと円高水準で大きな売り持ち高だったこともある(図示されるように 2013 年 12 月下旬は▲170 億ドル以上の売り持ちに達していたが、ドル/円相場は 104 円付近だった)。だが、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)に関する実情が全くわからない状況で米金利が急騰し、それに最も鋭く反応してきたのが円だったことを踏まえれば³、今の投機筋の円売り持ち高の大きさには不安を覚えるのが自然ではないだろうか。筆者は 11 月以降のドル/円相場の上昇は「砂上の楼閣」の様相を呈しているように思っている。

～明らかにになり始めた保護主義志向～

元より本人不在の相場である以上、本人が具体的な情報発信を行うまでは現状の流れを手仕舞いする理由はない。だが、ここにきてトランプ次期大統領の挙動は明らかに危うさを増している。

例えば、外交面では米中の国交樹立以降、歴代政権が遵守してきた「一つの中国」政策にトランプ次期大統領が疑義を呈しており、中国はその返す刀で海軍艦船が米海軍の無人潜水機を奪うという鞘当てのような動きが見られている。通商政策面では、よりはっきりした方向感が見え始めている。昨日だけでも色々な動きがあった。まず、米

トランプ政権下での通貨・通商政策の閣僚

担当	役職	氏名	前職
通貨政策	財務長官	スティーブン・ムニューチン	ゴールドマン・サックス
経済政策	国家経済会議(NEC)委員長	ゲーリー・コーン	ゴールドマン・サックス
通商政策	国家通商会議(NTC)議長	ピーター・ナバロ	米カリフォルニア大教授
	米通商代表部(USTR)代表	ロバート・ライトハイザー	元USTR次席代表
	商務長官	ウィルバー・ロス	投資家

(資料)発表資料より筆者

大手自動車企業がメキシコ国内で生産し、米国に輸入する小型車に対して「国内で生産しなければ高関税を課す」といった方針をツイッターで表明している。さらに、これとは別の米大手自動車企業がメキシコ工場の建設予定に関し中止を発表している。次期大統領の意向を汲んだ計画変更で

² 詳しくは今朝発行の『IMM 通貨先物のポジション動向(2016 年 12 月 27 日時点)』をご参照下さい。

³ 本欄 2016 年 12 月 7 日号『日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて』でも議論したように、米 10 年金利に対する感応度を比較した場合、円は突出して大きい。

あることは言うまでもない。さらに、昨日は二国間交渉の担い手となる米通商代表部 (USTR) 次期代表に、保護主義志向が強いと言われるロバート・ライトハイザー同元次席代表の起用も発表された。既に起用が発表されている商務省の長官 (ウィルバー・ロス氏) や通商政策の司令塔として新設される国家通商会議のトップ (ピーター・ナバロ氏) も保護主義志向が強いことで知られており、米国の通商政策がどこへ向かおうとしているのかは考えるまでもなさそうである (前頁表)。国内外に対し、トランプ次期大統領が「米国で作り、雇用せよ」との方針を堅持しようとしていることは間違いなく、こうした中でドル全面高が持続可能なのかという目線が必要である。

～簡単すぎる二者択一～

過去の本欄でも議論したように、自身を支持してくれた製造業の人々に何らかの形で報いなければならないというトランプ次期大統領の政治的立場を斟酌すれば、新政権の政策運営は①保護主義的政策 (高関税や非関税障壁など) の導入か②自国通貨の低め誘導の二者択一とならざるを得ない。上述した動きを踏まえれば、現状では①の色合いが強くなりつつあるが、こうした政策には限界がある。例えば、米自動車企業がメキシコで生産し、米国向けに輸出した自動車に対して高関税は課すが、日本の自動車企業がメキシコで生産し輸出した自動車に対してはお咎めなしという政策は難しいだろう (相対的に他国企業を利する政策となるのだから)。とすれば、財単位 (例えば自動車など) で課税する可能性が高い。しかし、この時点で国内の一企業に対する措置から他国の政府を相手にした論点に変わってくる。当然、高関税を課された国は米国に対し報復関税を仕掛けるだろう。1930 年に米国で成立した外国製品に高関税を課す「スムート・ホーリー法」が国際的な報復関税の打ち合いを誘発し、世界経済のブロック化を招いたことは周知の通りである。そして、満足なブロックを形成できない一部の国 (代表的には日独伊) の拡張主義を助長することになり、第二次世界大戦へ繋がっていたことも多くの説明を要しない。要するに、①のもたらすコストは世界経済にとって極めて大きいことは自明と考えられ、人一倍、損得に目端の利くと言われるトランプ次期大統領がこの路線を推し進めるにも限界はあると思われる (そもそもこれといった政治的信条が無い以上、方針の変更は容易に起こり得るというのが前評判である)。

これに対して、ドル相場は既に歴史的に見て相当な高水準にあり、これが安値に向かって調整すること自体は何ら不自然ではない。①と②を比較衡量した場合、その二者択一はトランプ次期大統領にとっては簡単過ぎるように思われる。この際、「では具体的にどのような政策を実施するのか」との疑問はあろう。答えは「特に何もする必要がない」である。基軸通貨を司る米国の最高権力者である米国大統領 (もしくは FRB 議長や財務長官) が「高い」と言えばその通貨は安くなるし、「安い」と言えば高くなる。米国が希求する通貨政策の方向感が明示されている状況では、その他の衛星通貨は何をしても流れを変えるのは難しい。変動相場制とはそういうものであり、多くの市場参加者が肌身に感じている通りである。これまでのトランプ次期大統領の言動を踏まえれば、「ドル高は米国の製造業にとって不利益」、「強いドルが国益とは限らない」などの発言はいかに警戒される。

トランプ次期大統領 (やその側近) が高いドルに対して疑義を呈し、相場が反転する展開は 2017 年中に十分予想される蓋然性の高いシナリオだと考えておきたい。

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12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
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～
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	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の震」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はバラメーター修正の「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年上半期～
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～