

みずほマーケット・トピック(2017年1月17日)

目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～

WSJ紙に対するトランプ次期大統領のインタビューはやはり看過できない含意を伴う言動だったように思われる。こうしたトランプ次期大統領の発言に為替市場が今のところ穏当な反応を示している背景には「基本的には中国のことだから」という受け止めがありそうではある。だが、トランプ次期大統領の通商政策の評価軸は「対米貿易黒字の大きさ」である。その評価軸に合致すれば、批判対象になり得ると考えた方がよい。今後は米国に対し多くの黒字を稼ぐ国が「悪」であり、その枢軸として名指しされているのが黒字額の大きい順に中国、日本、メキシコなのである。なお、計数に基づけば、中国の次はドイツが入ってくるだろう。この4か国の中では最も対米貿易黒字が小さく責められる筋合いが無いのが円だが、諸要因を踏まえた場合、残念ながら最も上昇しやすいのが円であるように思えてならない。「対米黒字 許せない 円高」という単純な三段論法でドル/円相場が押し下げられる展開を警戒しておきたいところ。

～ハードブレグジット不可避か～

昨日の為替相場ではポンドの続落が見られている。本日(日本時間夜)に控えたメイ英首相の演説に関し、強硬なEU離脱(ハードブレグジット)を見通すものになるとの観測からポンドを手放す動きが加速している。既に、今朝方から報じられているように、演説では離脱と共にEUの単一市場からも撤退する意思も表明される見込みであり、だとすれば文字通り、EUとの衝突を辞さないハードブレグジットになり得る。元より、「EU規制の煩わしさ」と「単一市場の旨味」はトレードオフであり、英国側の意思に拘らず単一市場からの撤退は不可避だが、そのような離脱交渉の姿勢を英議会が許容するのかどうかは別問題である。演説後、ポンドの急落は予想されるものの、「議会との調整次第では別の展開もあり得る」との見方から、反転も想定しておきたいところではある。

～今一度振り返るトランプ発言～

ところで昨日の本欄冒頭でも言及したが、1月14日付のWSJ紙のトランプ次期大統領に対するインタビューはやはり中国だけの問題と切って捨てることのできない重要な出来事であったように感じられる。就任初日(1月20日)に中国を為替操作国認定しない意向を示したとはいえ、「もちろん、彼ら(中国)は為替操作国である(Certainly they are manipulators)」との基本認識は明示されている。現状認識に関しても、「我々の(米国の)企業は我々の通貨が強いがために、彼らの(中国の)企業と競争できない。(ドル高に)してやられている(Our companies can't compete with them now because our currency is strong and it's killing us)」とまで述べている以上、為替操作国認定やこれに類する通商上の攻撃的措置はいつ発動されても不思議ではない。

なお、トランプ次期大統領は「彼らは、『ああ、人民元が下がっている』というが、それは下がっているのではない。彼らが意図的にそうしているのだ(they say, 'Oh, our currency is dropping.' It's not

dropping. They re doing it on purpose)」と人民元相場の現状を揶揄しているが、周知の通り、これは完全に認識相違である。少なくとも 2015 年夏以降の中国は意図的に通貨安誘導を行っているわけではなく、むしろその下落スピードの抑制に躍起である。過去 2 年半で約 1 兆ドルも減少した外貨準備はその証左であり、そうした通貨政策の結果として中国経済を軟着陸させることができるか否かが注目点となっている。つまり中国はどちらかと言えば通貨高方向の調整に腐心しており、本来はトランプ次期大統領からすれば評価に値する政策運営を行っているように思われるが、そうした論点が全く勘案されないまま、直感的な批判が展開されていることに危うさは覚える。

～トランプの通商政策が名指しする「悪の枢軸 4 か国」～

こうしたトランプ次期大統領の発言に為替市場が今のところ穏当な反応を示している背景には「基本的には中国のことだから」という受け止めがありそうではある。だが、トランプ次期大統領の通商政策の評価軸は「対米貿易黒字の大きさ」である。その評価軸に合致すれば、批判対象になり得ると考えた方が良い。今後は米国に対し多くの黒字を稼ぐ国が「悪」であり、その枢軸として名指しされているのが黒字額の大きい順に中国、日本、メキシコなのである。なお、計数に基づけば、中国の次はドイツが入ってくる。トランプ次期大統領とメルケル独大統領の噛み合わせの悪さを踏まえれば、近い将来、そのような動きは不可避だろう(既に、独大手自動車企業のメキシコ生産が非難されている)。トランプ次期大統領は「EU はドイツのための乗り物」などと反 EU スタンスを隠しておらず、その盟主たるドイツと友好的な関係が築けるようにはやはり思えない。ちなみにユーロ圏という単位で見れば、対米貿易黒字はドイツの倍弱まで膨れ上がるため、やはり米中貿易摩擦に並んで欧米貿易摩擦はトランプ政権下で有力なテーマとなってくる可能性が高い。

ちなみに、米財務省の為替政策報告書では 対米貿易黒字(200 億ドル以上)、経常収支(GDP 比で+3%以上)、ドル買い為替介入(GDP 比で+2%以上)の 3 項目に判断基準が設けられ、2 項目抵触で監視リスト、3 項目抵触で為替操作国といった建付けとなっている。だが、トランプ次期大統領の関心はもっ

監視リストを巡る三条件の現状(色付きの国は16年10月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (15年7月～16年6月、10億ドル)	経常収支		ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%, 2015年)	過去3年間の変化幅 (%pts)	対GDP比
中国	356.1	2.4%	0.0%	-5.1%
ドイツ	71.1	9.1%	2.3%	-
日本	67.6	3.7%	2.6%	0.0%
メキシコ	62.6	-2.9%	-0.8%	-2.2%
韓国	30.2	7.9%	2.0%	-1.8%
イタリア	28.3	2.3%	1.9%	-
インド	24.0	-0.8%	4.2%	0.3%
フランス	18.0	-0.5%	0.4%	-
台湾	13.6	14.8%	5.2%	2.5%
スイス	12.9	10.0%	-1.6%	9.1%
カナダ	11.2	-3.4%	0.1%	0.0%
英国	-0.3	-5.7%	-2.0%	0.0%
ユーロ圏()	130.5	3.2%	1.3%	0.0%

(資料)米財務省、米財務省による推計

ぱら であるため、この在り方も少し変わってくるかもしれない。例えば現在、日本と概ね同額の対米貿易黒字を稼ぐメキシコは新たに監視リスト(やそれに類する措置)の対象になってくる可能性がある。また中国は昨年 10 月時点で のみしか抵触しておらず、今年 4 月に監視リストから除外される可能性が指摘されていたが、その圧倒的な対米貿易黒字の大きさやこれに対するトランプ次期大統領の言動を見る限り、やはり監視リストに居残るだろう。そもそも為替操作国かどうか問題視されている状況下、中国に対する通貨政策の手綱が緩むことは考えにくい。

～ 上昇しやすい円～

理論的に考えれば、こうしたトランプ政権の通商政策にとって目の敵にされそうな中国、ドイツ、日本、メキシコの通貨は対ドルで下落しにくい通貨となるはずである。ちなみにドルの名目実効為替相場(NEER)を見た場合、最も大きなウェイトを占めるのが中国(21.7%)で、これにユーロ圏(16.6%)、カナダ(12.9%)、メキシコ(12.5%)、日本(8.0%)が続く。つまり、対米貿易黒字において悪の枢軸のごとく名指しされた(もしくはされそうな)国がドルの実効相場において強い影響を持つのである。ちなみに2014年1月以降の約2年半でドルのNEER

14年1月～11月のドルのNEER変化率と寄与度

国名	シェア	14年1～11月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-12.3	2.7
ユーロ圏	16.6	-23.1	3.8
カナダ	12.9	-20.8	2.7
メキシコ	12.5	-36.6	4.6
日本	8.0	-8.0	0.6
韓国	3.6	-9.7	0.3
台湾	2.2	-6.4	0.1
スイス	1.5	-12.2	0.2
英国	3.1	-24.5	0.7
その他(残差)	39.6	-	6.4
14年1月～11月のNEER	-	22.2	22.2

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は13年12月31日～16年11月30日

は+22.2%上昇しているが、最も大きな寄与度はメキシコの+4.6%ポイントであり、これにユーロ圏の+3.8%ポイント、中国の+2.7%ポイントが続く。つまり、この3か国・地域だけで過去2年半のドル高の半分を説明できる。トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)をかつてのレーガン大統領の経済政策(レーガノミクス)と重ね合わせ、その結末として第二次プラザ合意的な動きを予想する向きはあるが、その場合、ターゲットとなり得る通貨はユーロや円だけではなく、メキシコペソや人民元を意図的に巻き込んだ枠組みになるだろうし、そうならなければ意味が無い。

片や、円に関しては、ドルの実効相場に占める割合は小さく、ドル高への寄与という意味でも他の3通貨(人民元、ユーロ、メキシコペソ)に比べれば比較にならないほど小さい。しかし、そのような正論がトランプ次期大統領に通用するとは思えない。「対米黒字 許せない 円高」という単純な三段論法でドル/円相場が押し下げられる展開はやはり想定せざるを得ないのではないかと。名指しされた国の通貨を改めて見てみると、苛烈な資本流出に悩んでいる人民元やトランプノミクスによって实体经济の勢いが削がれているメキシコペソはファンダメンタルズに照らせば通貨安になって然るべき通貨である。ユーロに関してはファンダメンタルズこそ世界最大の経常黒字が支えになるとされるものの、2017年は慢性的に政治リスクが重石となる公算が大きい。とすれば、政治リスクが極めて低く、世界最大の対外純資産を抱え、大きな経常黒字を稼ぎ、諸外国に比べれば低めの物価水準を維持している円の磐石さは目立つ。4か国の中では対米貿易黒字が特に大きいわけでもないのだが、横並びで比較された場合、残念ながら最も上昇が予想される通貨が円であるように思えてならない。

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
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
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12月27日	2017年、為替相場の動向～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	トランプノミッ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(トランプノミッ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～レーガノミックスとの比較～
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	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリアノミックス～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～「ドル高の罟」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)