

みずほマーケット・トピック(2017年1月25日)

貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～

トランプ米大統領が企業経営者との会談の場で日本の自動車貿易を「不公平」と名指しで批判したことが話題となっている。トランプ大統領の対日政策観は日米貿易摩擦が激化した1980～90年代で止まっている。日本側の意図に拘らず対米貿易黒字の削減が進められていくのだとすると、今後想定すべき展開はある程度絞られてくる。貿易収支の調整経路は数量か価格の2つしかない(むろん、両方でも良い)。長引く政府間交渉が必要になりそうな に比べれば、最も手っ取り早いのは為替相場に対して口先介入しての調整経路に働きかけることであろう。そもそもトランプ大統領にしてみれば、就任時点からドル相場は高値でスタートしているのだから、この事実を使わない手はない。少なくとも国外の民間企業経営に介入するよりはよほど真っ当な一手とも言える。「理不尽な円高」シナリオの確度が高まっているように思われる。

～ドルインデックスは100割れ～

昨日の為替相場はドルが買い戻される展開となっているものの、日増しに露わになるトランプ大統領の保護主義姿勢を前にやはりドル高シナリオでは攻めきれないと考える向きは増えていそうである。大統領選挙後、一方的に騰勢を強めてきたドルインデックスは断続的に節目の100を割り込み始めており、これで「レーガン大統領やルービン財務長官の時代に目を向ければまだ(ドルインデックスの)上値はある」と息巻いていた円安予想も修正を迫られるのではないだろうか。

本欄や『中期為替相場見通し』では執拗に強調しているように、大統領が誰であろうと、過去2年半のドル高相場のスピード及び現水準を見る限り、これを持続可能と評価するのは難しい。これから為替相場で起きることは何のことはない「買われ過ぎていたものが売り戻される」という話だろう。ドル/円相場に関して言えば、年末を目処に100円付近までの戻りを引き続き予想しておきたい。

～調整は数量か価格か、もしくはその両方か～

新政権の実質的な初日となった今週23日、トランプ米大統領は企業経営者との会談の場で日本の自動車貿易を「不公平」と名指しで批判した。米自動車産業から日本への「口撃」ならまだしも、大統領本人から特定国の特定産業に向けて批判が出るのは異例の動きである。タイミングの良い(日本にとっては悪い)ことに今朝方発表された本邦12月貿易収支は市場予想の中心(+2811億円)を大きく超える+6414億円の黒字を記録し、2016年通年で見れば+4兆741億円

(総生産台数比率、%)

	トヨタ	日産	ホンダ	合計
国内生産台数	46.4	16.3	16.1	30.2
海外生産台数	53.6	83.7	83.9	69.8
北米	23.0	35.1	40.6	30.9
米国	16.0	18.0	27.3	19.4
メキシコ	-	15.5	5.6	-
カナダ	7.0	-	-	-
その他海外	30.6	48.6	43.4	38.9

(注)1. トヨタのカナダにおける生産台数は2016年の値。

2. 日産の米国、メキシコにおける生産台数は2014年度の値。

3. ホンダのメキシコにおける生産台数は生産能力からの推計値。

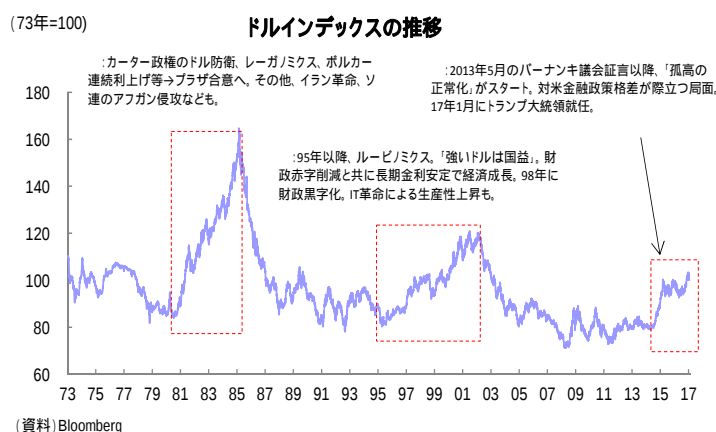
4. その他は2016年3月期の値。"- "は取得できなかった値。

(資料) 各社決算資料、各種報道

と6年ぶりの黒字に達している。今後、日米の貿易収支は為替相場を左右しかねない、古くて新しい経済統計となってくる可能性が高く、その動向には強い注意が必要である。

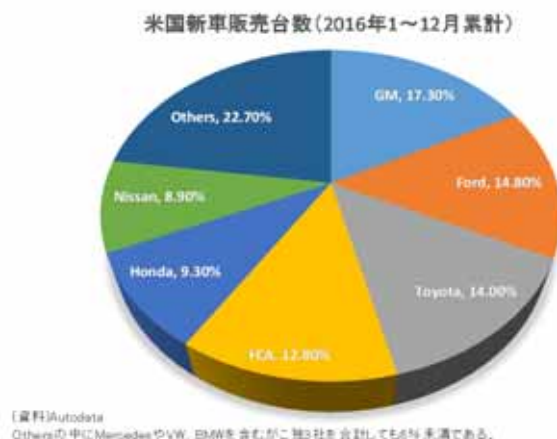
方々で評価が見られているように、トランプ大統領の対日政策観は日米貿易摩擦が激化した1980～90年代で止まっている。前頁表にも示されるように、国内大手自動車会社3社を例に取っても、海外生産比率の方が高く、しかもその中心は北米である。米国への輸出攻勢で雇用を収奪しているという主張は実態と沿わない部分が大いと言わざるを得ない。だが、人民元の下落を必死になって防いでいる中国を指差して「(通貨安を希求する)為替操作国だ」と述べているのと同様、トランプ大統領の思い込みは簡単には修正されそうにない。過去の本欄でも述べたように、トランプ大統領の通商政策の評価軸は「対米貿易黒字が大きい、小さいか」に尽きる。その背景にどのような事情があるかと、対米貿易黒字を米国からの雇用収奪と読み替える以上、中国、ドイツ、日本、メキシコといった国々はトランプ大統領にとっての「悪の枢軸」と位置づけられる恐れが強い¹。

日本側の意図に拘らず対米貿易黒字の削減が進められていくのだとすると、今後想定すべき展開はある程度絞られてくる。貿易収支の調整経路は数量か価格の2つしかない(むろん、両方でも良い)。過去を振り返れば、日米自動車交渉の最中、1981年に日本が行った輸出自主規制は典型的なに類する動きであり、1985年のプラザ合意は為替を通じたに類する動きである。現在に目をやれば、トランプ大統領が就任前後から米国内での生産を強要しようとしている動きはに、海外での生産に罰金をかける可能性を示唆したり、ドル高に不満をもらしたりしている行為はに類する動きと考えられる。長引く政府間交渉が必要なに比べれば、最も手っ取り早いのは為替相場に対して口先介入しての調整経路に働きかけることであろう。そもそもトランプ大統領にしてみれば、就任時点からドル相場は高値でスタートしているのだから(図)、この事実を使わない手はない。少なくとも国外の民間企業経営に介入するよりはよほど真っ当な一手とも言える。



～「理不尽な円高」への懸念強まる～

一昨日、筆者はロイター外国為替フォーラムに『理不尽なトランプ円高に備えよ』と題したコラムを配信した。文字通り、今後のテーマは「理不尽な円高」だろう。対米貿易黒字の絶対額で見ればドイツの+711億ドルに対して日本は+676億ドルと下回っている。ちなみにユーロ圏で見れば+1305億ドルと黒字額はさらに膨らむ(数字は昨年10月時点の米財務省の為替政策報告書に掲載され



¹ 本欄 2017 年 1 月 17 日号『目の敵にされる 4 つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～』をご参照下さい。

た「監視リスト」を参照)。米国市場の自動車販売におけるシェア割合を考えれば「欧州よりも日本」というのがトランプ大統領の発想なのかもしれない(前頁図)。しかし、自国の均衡財政に執着する結果として内需の刺激には及び腰である一方、周縁国の地力の弱さをもって「永遠の割安通貨」で輸出を加速させるドイツの立ち振る舞いには全く言及せず、日本を指弾し続けるのはやはり理不尽との思いを抱かざるを得ない。1月11日の記者会見、14日付のウォールストリートジャーナル紙におけるインタビュー、20日の就任演説そして一昨日の経営者との会合と、情報発信が行われる度に「理不尽な円高」の確度が高まってい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23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
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～
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～通貨政策のバロメーターに～)
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/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のテーパリング観測～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年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「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～