

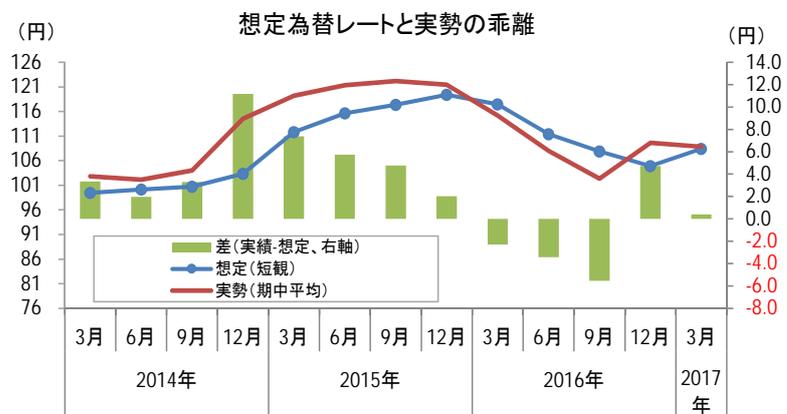
みずほマーケット・トピック(2017年4月13日)

## 改めて考えるポリシーミックスの在り方

トランプ米大統領による為替関連の発言を受けてドル相場が急落しており、ドル/円相場は昨年11月17日以来の108円台をつけている。108円は日銀短観(3月調査)で示された本邦製造業の想定為替レートであり、株価が動揺しやすい水準。一連の展開は本欄で執拗に指摘してきた論点であり、意外感はない。過去5か月間を振り返れば、「ドル安や保護主義関連のトランプ発言は一種のブラフ(はったり)なので心配することは無い」といった根拠の無い楽観論(とそれに付随する円安見通し)が散見されたが、米国の通貨政策が持つ破壊力を見くびっていたとしか言いようがない。トランプ大統領は「人々が私を信頼しているため」にドル高になっていると述べているが、事実は逆だろう。トランプ大統領の思想・信条・本音を汲み取った上で為替市場では「ドル買いは怖い」という思惑が先行しているのではないか。ポリシーミックスから理論的に考えても今後1年間のドル相場について上昇を予想するのは難しい。

### ～米通貨政策の破壊力～

為替市場ではトランプ米大統領による為替関連の発言を受けてドル相場が急落している。2日付のウォールストリートジャーナル(WSJ)のインタビューで、「ドルが強くなり過ぎている(getting too strong)」と思う。これはある程度私のせいでもある。人々が私を信頼しているためだ。しかしこれは痛手となっている。最終的に痛手となる」、「ドルが強く、他国が自国通貨を切り下げている状況で競争するのは極めて難しい」と述べている。また、金融政策についても「正直に言って、私は低金利政策が好きだ(I do like a low-interest rate policy, I must be honest with you)」と述べており、金融政策面からもドル安を誘うような言動が見られている。発言には幾つかの事実誤認が見受けられるものの、報道を受けたドル/円相場は昨年11月17日以来の108円台まで値を下げている。108円は日銀短観(3月調査)で示された本邦製造業の想定為替レートであることから、株価が動揺しやすい水準に差し掛かっていると言える(図)。



(資料) 日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。  
17年3月調査の実勢は17年4月13日午前10時頃の約108.80円を使用。

筆者は昨年来、「米国の通貨・通商政策がドル安・保護主義に向いている以上、FRB がいくらタカ派なメッセージを発信してもドル買いには繋がらず、またそのような流れを日本やユーロ圏といった非基軸通貨国から止めることも不可能」との論点を執拗に強調してきた。過去5か月間を振り返

れば、「ドル安や保護主義関連のトランプ発言は一種のブラフ(はったり)なので心配することは無い」といった根拠の無い楽観論(とそれに付随する円安見通し)が散見されたが、米国の通貨政策が持つ破壊力を見くびっていたとしか言いようがない。これほど事前に予見された相場つきも珍しいとすら言える。トランプ大統領が明確に翻意しない限り、このような局面が続くだろう。

～ポリシーミックスのおさらい～

ここで改めて一国の経済政策(金融・財政・通貨)のポリシーミックスに関し、おさらいをしておきたい。3つの政策に関する組み合わせは計8通り存在するが、現実的には金融政策を引き締めながら通貨安には出来ず、金融政策を緩和しながら通貨高にも出来ないの、それらの組み合わせを除けば現実的には4通りしかない。要するに、金融政策と通貨政策は裏表の関係にあるため必ず同じ方向を向いている必要がある。

ポリシーミックスの組み合わせ

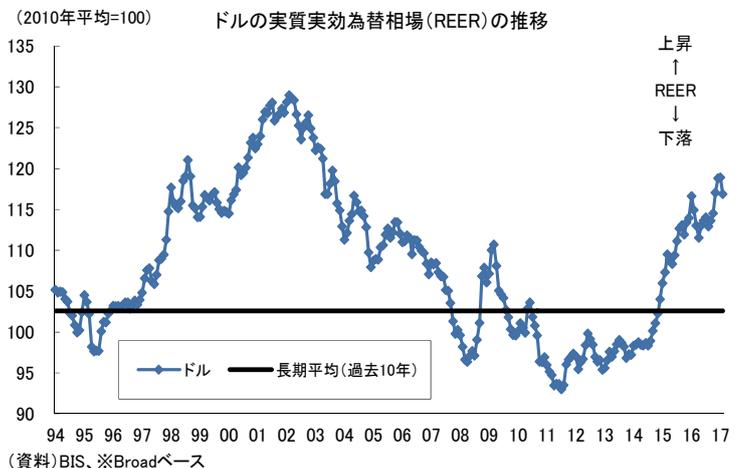
	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では..
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	トランプ政権下での米国
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	ユーロ圏?

(資料)筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

この点、トランプ大統領就任以降の米国は明らかに「ねじれ」が生じている。昨年12月と今年3月、立て続けに利上げを敢行し、FRBがと粛々と金融政策の正常化プロセス(≡引き締め)を進めてもドル高にならなかったのはトランプ大統領の思惑に強く左右される通貨政策がドル安に向いていたという側面が大きい。トランプ大統領は「人々が私を信頼しているため」にドル高になっていると述べているが、 事実は逆である。トランプ大統領の思想・信条・本音を汲み取った上で為替市場では「ドル買いは怖い」という思惑が先行しているのだろう。金融政策と通貨政策が矛盾した場合、得てして強く意識されるのは政治色の強い通貨政策であり、 来年の退任が囁かれるイエレンFRB議長 の状況を踏まえれば尚のこと、その思いは強まる。こうした状況に加え、昨日は「低金利政策が好きだ」と述べるなど、いよいよ金融政策の方向感にも踏み込んだ発言が見られており、ドル売りが強まるのは至極当然の成り行きと言える。

～米国のポリシーミックスの行く末～

つまり、今後のトランプ政権を見通せば「金融政策は緩和、通貨政策は通貨安、財政政策は緩和」という組み合わせが考えられ、表で言えば①のポリシーミックスが予想される。通常、こうした政策運営は不況からの脱却やデフレ懸念の払拭を企図するものだが、「強い米国」に執心するトランプ政権の基本姿勢とも親和性が高いように思える。①のポリシ



(資料)BIS、※Broadベース

ーミックスが奏功した結果は物価高・金利高であり、そこで初めて真っ当な金融引き締めによるドル高という相場現象を想定することになる。ただ、そうした状況に至るまでに相応のドル安が必要になるであろうし、ドルの実質実効相場(REER)が依然として2003年8月以来、約14年ぶりのドル高水準で推移していることからそのような展開はやはり自然である(前頁図)。トランプ大統領が好むポリシーミックスが最終的にドル高に繋がるという結論自体、筆者も反対はしない。問題はそれが今後1年のシナリオとして相応しいとは思わないということである。

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
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベーススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版( ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～
2017年4月4日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点))
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進む地獄、戻る地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イェレンFRB議長証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
2017年1月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月23日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
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)
2016年12月19日	週末版
2016年12月16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15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13日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月12日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」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～)
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～
2016年11月25日	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24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22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21日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
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
2016年10月25日	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24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～