

みずほマーケット・トピック(2017年5月9日)

米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」

過去2週間は欧州に目が向かいがちであったが、4月29日にはトランプ大統領就任100日を迎えたことも大きく報じられた。この100日間はトランプ大統領本人にとって「出来ること」と「出来ないこと」の峻別が行われた期間でもあったと思われる。100日間の後半で軍事行動に出たり、メディアインタビューで低金利やドル安を希求する姿勢を見せたりしたことは、内政において「出来ないこと」の多さを自覚した上で、外交(安全保障、経済含む)において「出来ること」に比重を置き始めた結果ではないか。今後もトランプ大統領はさらに「出来ないこと」の多さを自覚する展開の中、結果として一段とドル相場へ圧力をかけてくる可能性が高い。先週4日に米商務省が突如公表した声明文からは、中国に「お目こぼし」を与えた上で日本やメキシコを明確に名指し批判するという政治的意図が感じられた。「理不尽な円高」シナリオは続行である。

～不純な「動機」ではドル買い続かず～

昨日の為替市場ではドル相場が続伸する展開。マクロン候補勝利で幕を閉じたフランス大統領選挙を受けてリスク許容度の改善が進んでおり、為替相場では円を手放す動きが優勢となっている。とはいえ、マクロンシナリオを好感した動きはこれで一周した印象も強く、今後は6月8日の英国総選挙、6月13～14日のFOMCをテーマとした局面に入っていくことになるだろう。なかでもFOMCに注目が集まるが、本欄でも繰り返し述べているように、もはや重要なことは利上げの「回数」ではなく「動機」である。現在の利上げプロセスがインフレ予防を主眼としているようには思えず、極力、将来の利下げ余地を確保したいという糊代的な発想に基づいているように感じられる¹。そうした不純な「動機」に持続性のあるドル買いは付いてこないというのが筆者の基本認識である。

～100日を超えても残る一縷の期待～

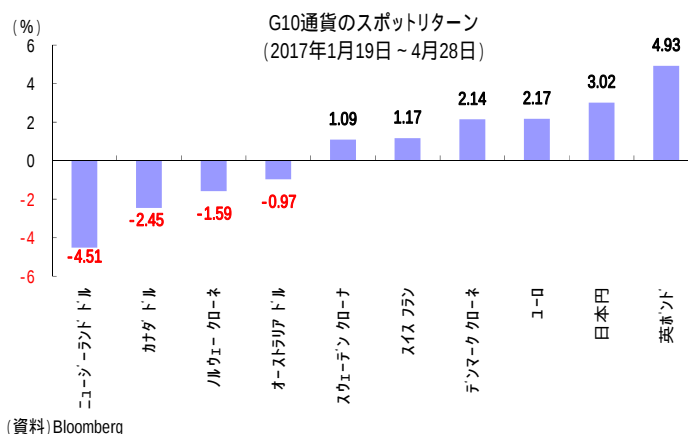
ところで過去2週間は欧州に目が向かいがちであったが、4月29日にはトランプ大統領就任100日を迎えたことも大きく報じられた。本欄や外部寄稿を通じて筆者は100日間を終える頃には政権運営能力の乏しさが露呈し、リフレトレードも巻き戻されると論じてきた。金利や為替市場を見る限り、そうした想定に大きな間違いはなかったように思われる。だが、トランプ大統領誕生に伴って生じた米金利やドルの上昇が完全にリセットされたわけでもなく、その意味でまだ一縷の期待は残された状態で100日を超えたと見ることも出来るだろう。トランプ大統領は100日を記念するビデオ演説の中で100日間の成果として国内へ雇用を取り戻したことなどを挙げ、引き続き米国第一主義を掲げて政権運営にあたる旨を強調した。演説の中では「私の政権の100日はアメリカの歴史の中で最も成功した」と自画自賛して見せたが、当選直後の一方的な期待は確実に衰えてい

¹ 例えば先週6日にはウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による「はっきり言うと、将来の景気後退時に必要なら利用できるようなバランスシートにすること」が目標といった趣旨のコメントが報じられている(6日、ロイター)。

る。実際、2つの選挙公約を含む「100日計画」に関しては、殆ど守られていない。特に公約の1つである医療保険制度改革法(オバマケア)の撤廃を巡る失態は政権自体への信認を毀損するムードを拓けるきっかけにもなった。もちろん、環太平洋パートナーシップ協定(TPP)からの離脱や不法移民の取り締まりなど実行されたものもあるが、昨年11月9日以降、金融市場で活気づいた「トランプで世界が変わる」といった期待は雲散霧消したように感じられる。

～意外と進まなかったドル安～

為替市場の動きに着目すれば、この100日間でドルインデックスは約▲2%下落した。とはいえ、下落こそしたものの、トランプ大統領の就任時点でドルインデックスは約14年ぶりの高値にあったことを思えば、偏狭な保護主義志向の割にこの100日間でドルインデックスがさほど調整しなかったことは1つの驚きである。G10通貨に関し、通貨別の動きを見るとポンドや円が上昇する一方、NZドルやカナダド



ルは下落するなどまちまちである。僅かながらドルが軟化したものの、方向感には乏しかった。

恐らく、この100日間はトランプ大統領本人にとって「出来ること」と「出来ないこと」の峻別が行われた期間でもあったと思われる。100日間の後半で軍事行動に出たり(シリア攻撃は4月7日)、メディアインタビューで低金利やドル安を希求する姿勢を見せたり(WSJ紙インタビューは4月12日)したことは、内政において「出来ないこと」の多さを自覚した上で、外交(安全保障、経済含む)において「出来ること」に比重を置き始めた結果なのかもしれない。少なくとも、4月に掲げられた大型減税を含む拡張財政は議会との調整が必要であり、直ぐに思い通りの形にはならない。

だが、基軸通貨国の元首である以上、為替相場に関しては今直ぐにでも低め誘導が可能である。元々歴史的な高水準で推移する自国通貨を保護主義者であるトランプ大統領が押し下げようとするのはむしろ自然であり、最初の100日間でも幾度か押し下げを企図する言動が見られたが、もっと露骨でも驚きはなかった。今後もトランプ大統領はさらに「出来ないこと」の多さを自覚する可能性が高く、一段とドル相場へ圧力をかけてくるのではないかと。

～無理筋な商務省声明～

なお、先週4日、米3月貿易統計の公表とともに米商務省が異例の声明文を公表したこともそうした文脈で理解する必要がある。声明文の中ではロス米商務長官の踏み込んだコメントも紹介され、為替市場参加者から見れば、相応に刺激的な内容を含んでいたように思われる。具体的には、5月4日、米商務省は貿易統計に合わせて「持続不能なペースで膨らむ対メキシコ、対日本の貿易赤字(Trade deficit with Mexico and Japan Continues to Grow at Unsustainable Rate)」と題した声明文を公表し、メキシコと日本を明確に名指ししている。声明文は「The trade deficit with Mexico and Japan was found to be growing at an alarming rate following the release of March 2017

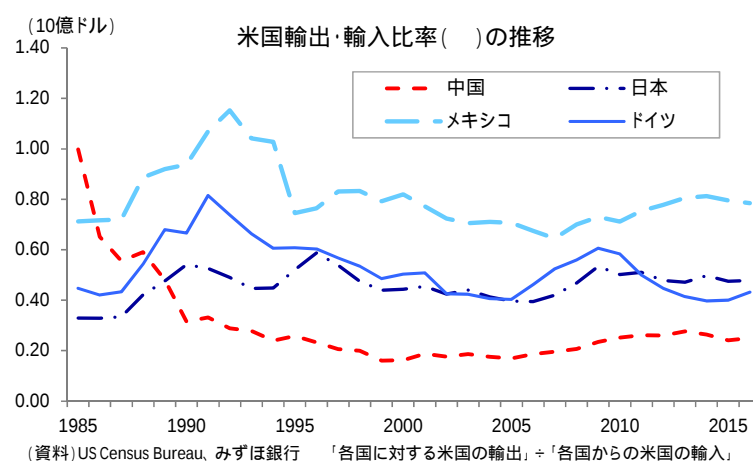
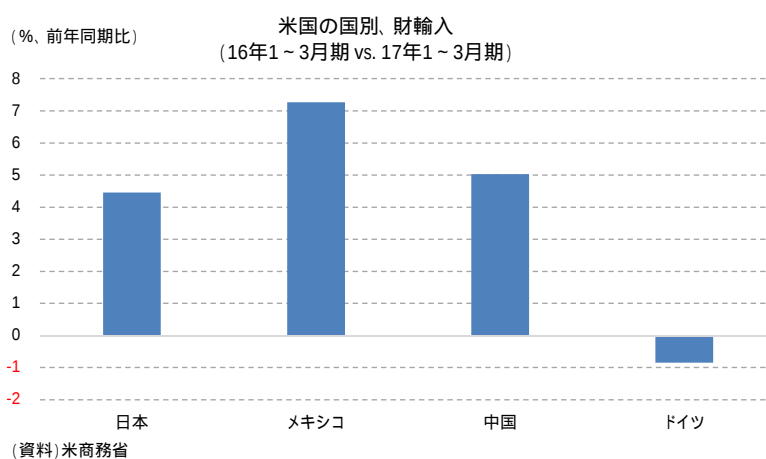
U.S. International Trade in Goods and Services monthly data by the Department of Commerce」との書き出しから始まり、ロス長官による“The United States can no longer sustain this inflated trade deficit with our closest trading partners”といった所感も示されている。

しかし、たかだか単月の貿易統計を受けた声明文にしては表現が強過ぎるようにも思えてならない。元より変動が大きい貿易統計の中でも、中国の春節を跨ぐ1～3月期はノイズが入りやすく、その間の動き(変化率)を論点化するのは必ずしもフェアとは言えない。ロス長官からは“The Trump administration is committed to rebalancing our trade relationships in order to protect American workers and businesses from lopsided trade relationships”とのコメントも見られているが、「自国の雇用や企業を保護する」という大仰なテーマに対し、「単月の貿易統計」はあまりにも些末な論点だろう。結局、こうした違和感のある指摘は『外交(安全保障、経済含む)において「出来ること」に比重を置き始めた結果』なのだと考えられる。今後もこうした不可思議な挙動は続く可能性は高い。

～中国に対する「妙な優しさ」～

こうした声明文が必ずしも公正かつ客観的な分析に基づいたものではないことは、中国に対する「妙な優しさ」からも感じ取れる。具体的に中国に関しては「While China continued to be the United States largest source of trade deficit, the United States year-to-date trade deficit with China improved by 2.5 percent」との評価が与えられ、「黒字は大きいが、年初来の収支は(前年比で)改善している」と前向きな評価が与えられている。確かに、声明文の対象とする財・サービス貿易では指摘の通りだが、財貿易だけに限定して1～3月期の計数を見れば、米国の対中国輸入はむしろ日本よりも増えている(片や、メキシコの伸びは確かに大きい。右図・上)。トランプ大統領のこれまでの言動を踏まえる限り、重要な事実¹⁾は財貿易における巨大な対米貿易黒字の存在であり、それが自国の雇用を奪っているという話ではなかったのだろうか。自国に生産拠点を誘導することに躍起になってきた以上、焦点は財貿易になるのが自然である。

そもそも米国における輸出・輸入を見た場合、中国は圧倒的に輸入超であり、日本やドイツよりもその傾向が強い(前頁図・下)。一方、メキシコは米国輸出にとっての存在感が極めて大きく、言い換えれば米国にとっては非常に大きな市場であることが透けて見える。こうしたことから、単純に対



米貿易黒字の規模だけを捉えて、批判を展開するのは正しくないことが分かるだろう。少なくとも単月の貿易黒字の膨らみ方を捉えて「持続不能」とのレッテルを貼られたメキシコや日本からすれば、反論の余地はあるように思える。少なくとも中国だけ「お目こぼし」を受けるような状況にはない。

周知の通り、こうしたトランプ大統領の気遣いは北朝鮮問題が契機となっているとの指摘は多い。北朝鮮問題の解決を念頭に中国と米国は急接近しており、この過程でトランプ大統領はツイッター上で「中国が北朝鮮問題を解決するなら、米国との通商合意ははるかに良いものになると習主席に説明した」とも述べている。また、既に紹介したように、中国(China)の名は今回の声明文のヘッドラインにすら入っていない。こうした兆候は為替市場を賑わせた4月12日のトランプ大統領によるWSJ紙とのインタビューでも見られた。同インタビューでトランプ大統領は「かなり以前から為替操作国ではなくなり、人民元の下落を防ごうとしてきた」と述べ、それまでの主張を180度変えた。今回の声明文からもそうしたトランプ大統領の心変わりした政治的意図を感じる。

～残るのは結局日本(円)～

過去の本欄や外部寄稿²で筆者は繰り返し、「日本(円)は優等生であるがゆえに円高に苦しめられることになる」との主張を強調してきたが、以上のような米商務省の挙動を見ていると、まさにそれが現実になろうとしているように思えてならない。安全保障上、差し迫った状況が強まる中であって、日本は米国に対し、一段と強く出られないという事情もある。今回は米国にとっての巨大市場であるメキシコもセットで名指しされているが、今後メキシコが米国との通商関係において何らかの対抗措置(対米輸入に対する関税・非関税障壁の引き上げなど)に打って出れば、米国は比較的簡単に引き下がるかもしれない。そもそもメキシコは為替報告書上の「監視リスト」対象国ではないため、日本とメキシコで「当たり」の強さに違いは設けられるのが自然である。

結局、そうなった場合に標的とされる可能性が高い国はまず日本、そして恐らくはトランプ大統領と相性が極めて悪そうなメルケル独首相率いるドイツ(が率いるユーロ圏)の2か国・地域である。統計を客観的に評価すればドイツの経常黒字が常軌を逸しているのは間違いないが、政治的に評価すれば物事を押し付けやすいのはどうしても日本になる。また、日独の最大の違いとして「ドイツは通貨高を望んでいる」ということも見逃せない。「適度な引き締め」でドイツを懐柔しなければならないECBとしてもユーロ/ドルが過去2年間のレンジ上限である1.15付近まで上昇する程度で自身が手を汚さずに(引き締めをせずに)済むならば目を瞑る可能性もある。

今回見られたような商務省による声明文が毎月ないし毎四半期に出てくるのかは定かではないが、折に触れてこういった手段に訴えてくることはよくわかった。年初より筆者が警戒してきた「理不尽な円高」は徐々に、しかし確実に近づい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。

² 例えばロイター外国為替フォーラム『理不尽なトランプ円高に備えよ』(2017年1月24日配信) 東洋経済オンライン『優等生の「日本円」はトランプに苦しめられる』(2017年2月8日配信)をご参照下さい。

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5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
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～ベアシ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	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読むか～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～進むも地獄、戻るも地獄～
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	イエレン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～
	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25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は回避か～
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～「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	デキレン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