

みずほマーケット・トピック(2017年5月15日)

イタリア G7 を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～

イタリア G7 終了後の会見でムニューシン米財務長官は『保護主義を講じる権利』をや『均衡のとれた貿易』を強調した。これらが何を意味するのかは定かではないが、先般話題になった米商務省の声明文などを思い起こせば、「対米貿易黒字の大きな国はその削減に努めよ」という意図は明らか。特に、メキシコや日本がその念頭にある可能性は高いと考えざるを得ない。相変わらず米通貨・通商政策の状況は不穏と言わざるを得ず、引き続き円高リスクを強く警戒すべきというのが引き続き筆者の基本認識。トランプ政権の基本的価値観として「貿易赤字は悪である」という思いがあり、その主犯格として日本の名前が明示されている以上、日本の貿易収支がこれから直面する展開は「量」で調整する、「価格」で調整する、説得して調整させない(対米貿易黒字はそのままが良い)の三択である(もちろん、と は両方でも可)。1990年代前半の日米貿易摩擦の経験を今一度、思い起こしたいところ。

～利上げ織り込みは力業～

先週末の為替市場はドル売り優勢の展開となった。12日に公表された米4月小売売上高や米4月消費者物価指数(CPI)が予想を下回ったことを受けてドルを手放す動きが強まっている。一時的に6月FOMCにおける米利上げ期待が後退した格好だが、イエレンFRB議長率いる現在のFOMCは元より経済指標の力強さを捉えて正常化プロセスを模索しているわけでは恐らく無い。デュアルマンドートの片翼(物価の安定)を左右するコア個人消費支出デフレーター(PCE)は今次引き締め局面において一度も前年比+2%の上昇を達成していない。これまで金融市場が利上げを織り込んできたのは「FRBがそこまで言うなら」という力業に近いものがあり、健全な金利およびドルの上昇ではなかった。6月14日のFOMCに向けて再びFRB高官がタカ派色の強い情報発信を繰り返し、再びドルは一時的に盛り返す可能性はあろう。既に、上述の統計が公表された直後、12日にはハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が「年内あと2回の利上げが好ましい」と口に出している。

～不穏と言わざるを得ない米通貨・通商政策～

ところで、12～13日にはイタリアのバリで主要7か国(G7)財務相・中央銀行総裁会議が開催されており、通貨安競争の回避などを盛り込んだ共同声明を採択し、閉幕した。為替市場に関しては「為替相場は市場で決定されるということ、為替市場における行動に関しては緊密に協議すること」という、為替に関する既存のコミットメントを再確認する」との記述のほか、「我々の財政・金融政策が、国内の手段を用いてそれぞれの国内政策目的を達成することに向けられていること、今後もそうすることを確認し、競争力のために為替レートを目標にしないことをあらためて確認する」との記述が見られた。総じて、従前から大きな修正は無く、ドル/円相場もこれを材料視することなく、週明けは113.30円付近と概ね先週13日の引け値と同水準からオープンしている。

だが一方、トランプ米大統領就任前後から耳目を集める貿易問題に関しては事態が改善に向かう様子は見られていない。先般の G20 声明同様、自由貿易への支持や保護主義への反対は盛り込まれておらず、会議後の記者会見でムニューシン米財務長官は「保護主義を望むわけではないが、貿易が自由かつ公平でないと判断した場合は、われわれは保護主義を講じる権利を持つ」、「米国のアプローチは、より均衡のとれた貿易だ」(ともに 13 日、ロイター)などと述べ、『保護主義を講じる権利』を強調している。『均衡のとれた貿易』が正確に何を意味するのかは定かではないが、米 3 月貿易統計に合わせて公表された米商務省の声明文を思い起こせば、「対米貿易黒字の大きな国はその削減に努めよ」という意図は明らかであり、具体的にはメキシコそして日本が念頭にある可能性は非常に高い。こうした言動を踏まえる限り、米通貨・通商政策の状況は不穏と言わざるを得ず、引き続き円高リスクを強く警戒すべきというのが引き続き筆者の基本認識である。

～「量」か「価格」か「説得」か～

今後のトランプ政権による通貨・通商政策に絡めて基本的な論点を改めて確認しておきたい。トランプ政権の基本的価値観として「貿易赤字は悪である」という思いがあり、その主犯格として日本の名前が明示されている以上、日本の貿易収支がこれから直面する展開は「量」で調整する、「価格」で調整する、説得して調整させない(対米貿易黒字はそのままが良い)の三択である(もちろん、とは両方でも可)。一部では経済政策に関しこれといった哲学

日本の貿易収支が直面する3つの展開

「量」→輸出入、双方からの調整。

- 日本の輸出自主規制、米国の輸入規制etc

「価格」→価格、端的には為替レート。

- 「量」が不変なら「価格」つまり「為替レート」で。

「説得」→貿易赤字は「悪」ではない。

- 日米経済対話等を通じて「べき論」を通せるか？
日本側のこれまでの努力も説得材料に。

(資料)筆者作成

を持たないトランプ大統領は、理に適うと判断すれば柔軟に対応するのではないかという楽観的な思惑もある。確かに日米経済対話などのチャンネルを通じて説得が進む可能性はなくはない。

だが、裏を返せば理に適うと判断しない限り、論理的に無理筋な強弁も辞さないのがトランプ大統領でもある。例えば直近の人民元に関する言動を見れば良く分かる。就任前後から中国の通貨政策を完全に事実誤認し、通貨安誘導との批判を繰り返してきたトランプ大統領は北朝鮮問題を介して中国が対米協調姿勢を見せると、突然「(中国は)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」と掌を返した。中国が通貨安誘導をしていないことは 2 年前から明らかだったが、北朝鮮問題という決定的なきっかけがあるまでトランプ大統領はこれを認めなかった。米中が接近し、安全保障上、比較的ひっ迫した事態にある日本の現状を踏まえれば、米国の通貨・通商政策の捌け口として中国の分まで日本に皺寄せが来る可能性はある。そもそも何か意図がなければ貿易統計の公表時にヘッドラインに国名を入れてまで臨時の声明文を出さないだろう。の可能性を完全に否定するつもりはないが、そのハードルは極めて高いように思われる。

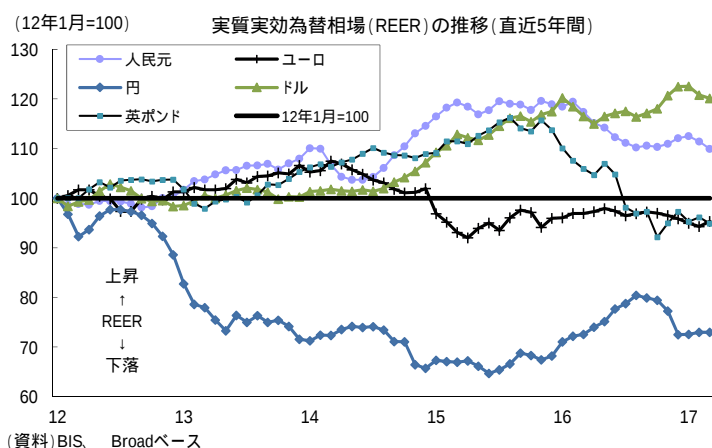
～「量」を拒めば、待つのは「価格」(円高)～

説得が難しいのだとすれば、米国の貿易赤字を削減するためには必ず かの道を通ることに

なる。は日本による市場開放や輸出自主規制(もしくは米国による対日輸入規制)などの措置が考えられる。日米経済対話も回数を重ねていけば、市場開放など前向きなフレーズを通じての「量」による調整へ圧力がかかる展開が容易に想像されるところであり、前述のムニューシン財務長官や先般のロス商務長官の声明文コメントからはやはりそのような展開を警戒してしまう。

こうした対米交渉をどのように処理していくかは非常に重要である。というのも、の「量」で抵抗を続ければ、米国の戦略はの「価格」へシフトせざるを得なくなる。一国の貿易収支における価格調整とは即ち為替レートである。輸出入を巡る環境が現状から大きく変わらない状態で収支均衡を図るには為替レートが円高・ドル安に動くしかない。よく知られているように、1990年代の日米貿易摩擦はこの調整経路で座礁したことによっての価格調整へ到った。具体的には、日米摩擦が熾烈を極めた当時、クリントン政権は日本に市場開放を含む「量」の調整を求めつつ、円高を含む「価格」の調整もちらつかせた。「量」の交渉が首尾よく進まなかった結果が1ドル80円を割り込む超円高であったことは有名な話である(1995年4月19日、79.75円)。

元より過去5年の実質実効為替相場(REER)を見れば、ドルと円は正反対に一方的な動きを示してきた通貨ペアであり、理論的に考えても調整を迫られるのが自然である。もちろん、ドルの実効相場を構成するウェイトを踏まえれば、トランプ政権がドル相場全体を本当に押し下げたいのであれば人民元(21.7%)、ユーロ(16.6%)、メキシコペソ(12.5%)といった通貨が真っ先に対象となるべきであり、円(8.0%)は取るに足らない。しかし、内政での失点を通貨・通商政策で手っ取り早くカバーしたいトランプ政権の思いからすれば、政治的に要求が通りやすそうな国をまず狙うだろう。G7については無風との評価が大勢であり、為替相場への影響も限定的なものになっているが、筆者は、現在の為替市場は基軸通貨ドルを司る米国の通貨・通商政策の影響を些か侮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5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
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～憧る「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～ブレイナ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の前に～
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(TIG)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議長議会証言を受けて～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」は不可避か～
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	トランプノ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(トランプノ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～暫定見直し～
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