

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 6 日)

6 つの要人発言で振り返る 2017 年

2017 年の金融市場、特に為替市場で注目を集めた要人の発言を振り返ってみたい。細かに列挙していると数が多くなるため、筆者は大別して 6 つを選んだ。それぞれ トランプ米大統領の通貨・通商政策に関する発言、イエレン FRB 議長による半期に 1 度の議会証言(2 月分)、トランプ米大統領による対北朝鮮発言、ドイツ高官によるユーロ安けん制発言、ドラギ ECB 総裁のシントラ講演、メルケル独首相による米国敬遠発言であり、欧米からそれぞれ 3 つずつ取り上げてみた。本邦に関しても目ぼしいものを振り返ってみたものの、特筆するほどの材料は見出せなかった。特に今年の金利・為替相場のターニングポイントとなったという意味では、一時的な年央のブームを作ったという意味では 大きな影響を持ち得たと言える。

～2017 年、この一言で振り返る～

2017 年の相場も残すところあと約 3 週間となった。今週 8 日の米 11 月雇用統計と来週 12～13 日の FOMC を除けば、主だった材料は想定されない。ここで 2017 年の金融市場、特に為替市場で注目を集めた要人の発言を振り返ってみたい。細かに列挙していると数が多くなるため、筆者は大別して 6 つを選んだ。それぞれ①トランプ米大統領の通貨・通商政策に関する発言、②イエレン FRB 議長による半期に 1 度の議会証言(2 月分)、③トランプ大統領による対北朝鮮発言、④ドイツ高官によるユーロ安けん制発言、⑤ドラギ ECB 総裁のシントラ講演、⑥メルケル独首相による米国敬遠発言であり、欧米からそれぞれ 3 つずつ取り上げてみた。本邦に関しても目ぼしいものを振り返ってみたものの、特筆するほどの材料は見出せなかった。

～①トランプ米大統領の通貨・通商政策に関する発言～

まず、1 月は就任前後のトランプ大統領の通貨・通商政策に関する発言(①)が市場の注目を独占した¹。1 月 11 日、トランプタワーで大統領選後初めての記者会見に臨んだトランプ大統領はメキシコ国境の壁建設に意欲を示し、日本を含む対米貿易黒字の巨大な国に対しては痛烈な批判を浴びせた。当選後いち早く安倍首相が駆けつけた日本とはプラグマティックな関係が期待されると思われたが、当該会見中、2 回出てきた日本というワードは共に貿易摩擦の到来を予感させる文脈で登場した。具体的には「我々は中国との間で数千億ドルの貿易赤字を抱えている」と述べ、「日本、メキシコ、ほかのすべての国との間でもだ」と言い放った。さらに「ロシア、中国、日本、メキシコ、すべての国が、過去の政権のときよりも、もっと我々を尊敬するようになるだろう」と述べたこともクローズアップされた。その後もトランプ大統領は類似の言動で注目を集め、先般の初訪日の際も、日米財界人会合の席で「長らく、何年もの間、日本のせいで巨額の貿易赤字に悩まされてきた」と批判を隠さなかった。

¹ 本欄 2017 年 1 月 12 日号『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～』をご参照下さい。

その後、新政権の実質的な初日となった1月23日、トランプ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²。米自動車産業から日本への批判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として注目された。

振り返れば、毎日発行させて頂いている本欄においても、こうしたトランプ政権下での米通貨・通商政策の在り方を配慮しながら見通し作りに努めてきた。今のところ、米国が力業でドル/円相場を押し下げようとする雰囲気は感じないが、対米貿易黒字を米国からの雇用収奪と読み替えるトランプ大統領の価値観は容易に変わらないだろう。とすれば、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」と位置づけられる状況が続くと思われ、今後、日米 FTA 交渉などが着手された場合、円相場の騰勢を煽るように立ち回る可能性は非常に高い。

なお、トランプ大統領の言動ではないが、米財務省は今年4月・10月に発行した為替政策報告書で共に「実質実効為替相場ベースで見て、過去20年平均を20%以上下回っている」と記述している。この記述自体、トランプ政権発足以前からのものであるため、米国の円相場に対する客観評価は「割安」と考えた方が良さそう³。

～②イエレン議長による半期に1度の議会証言(2月分)～

今年の金利・為替相場のターニングポイントとなったという意味では2月に実施されたイエレン FRB 議長による半期に1度の議会証言(②)も重要だろう⁴。2月14日、上院銀行委員会における議会証言は、それまで多く見られた「どちらかと言えばタカ派」という色合いのものではなく「明らかにタカ派」な発言であり、為替市場は強くドル買いで反応した。また、利上げだけではなく、バランスシート(B/S)縮小に関して具体的な意思表示をしたのもこの頃からであった。思えばこの証言を境に年1回程度と思われていた利上げ見通しが、2回、3回と増えていった。1～2月の経済指標がとりわけ強かったわけでもなく、むしろ新政権下での不透明感の方が強かったというのが実情であり、この議会証言は直前の状況とかなり温度差を感じさせるものであった。トランプ政権となり、再任の芽がなくなったイエレン議長は残る在任期間を糊代作りに充てることを決心したのではないかとの見方が広がったが、今思えば、そうした見方は一理あったのかもしれない。当時の力業とも言える織り込ませ方にはファンダメンタルズを度外視した意思を感じた。本欄では「イエレン議長はB/S縮小を置き土産と考え、糊代論に走っている」との見方を述べてきた。

具体的に、イエレン議長は議会証言において「緩和解除を長く待ち過ぎるのは賢明ではない。待ち過ぎれば FOMC は最終的に急激な利上げを迫られる可能性があり、経済をリセッションに追いやる恐れがある」と述べ、目先の利上げが必要である旨を主張した。また、それに加え「今後数か月以内にバランスシート戦略について協議する」とも述べ、いよいよバランスシートの正常化にも言及した。金融危機後、今年ほど FRB が年初に描いた通りの展開となった年はない。後述する ECB にとっても同様だが、正常化を志向する中銀当局者にとっては良き年になったと言えそうである。

² 本欄 2017 年 1 月 25 日号『貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～』をご参照下さい。

³ 本欄 2017 年 4 月 17 日号『米為替政策報告書の読み方』および 2017 年 10 月 19 日号『為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米 FTA～』をご参照下さい。

⁴ 本欄 2017 年 2 月 15 日号『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～』をご参照下さい。

～③トランプ大統領による対北朝鮮発言～

殆ど動意の出なかった今年のドル/円相場が唯一、神経質に反応したのが朝鮮半島情勢を巡る緊迫化に関する材料であり、その際のトランプ大統領による対北朝鮮発言(③)だった。本件に係るトランプ大統領や金正恩・委員長の言動を逐一取り上げると枚挙に暇がないので避けるが、ドル/円相場が年初来安値(107.325 円)をつけたのは9月8日の前日となる7日、トランプ大統領は「軍事行動は当然選択肢の1つとなる」と発言していた経緯がある。また、これは北朝鮮が建国記念日としている9月9日を前にICBM(大陸間弾道ミサイル)を発射する可能性を取り沙汰され、いよいよ米朝戦争が勃発するのではないかとの思惑が強まったことにも起因していた。米朝による舌戦や北朝鮮の挑発は2018年にかけても予想され、薄氷の様相を呈している現在のゴルディロックス状態を突き崩す最も現実的なリスクとなるだろう。

～④ドイツ高官によるユーロ安けん制発言～

トランプ大統領とイエレン議長を主軸に米国への耳目が集まった一方、④ドイツ高官によるユーロ安けん制発言(④)も注目を集める場面が多々あった。筆者が最も印象に残っているのは2月に入り、ドイツ高官が相次いでユーロの割安感に言及し始めたことである⁵。2月4日にはショイブレ独財務相が「ECBは欧州全体に機能する政策を策定しなければならない。それはドイツにとっては緩過ぎる」、「ユーロ相場は、厳密に言えばドイツ経済の競争的立場から見て低過ぎる。ECBのドラギ総裁が拡張的金融政策に乗り出した際、私はドイツの輸出黒字を押し上げると総裁に言った」と述べ、2月10日にはスペイン独財務省政務次官が「ドイツの経済情勢だけを考えれば、現在のユーロは弱過ぎ、金利も低過ぎる」と発言した。極めつけは18日、メルケル首相が「もしドイツマルクが存続していれば、現在のユーロ相場と異なった水準にあったのは間違いない。(しかし)これはECBの独立した金融政策に関わる問題であり、独首相が影響を及ぼすことはできない」と述べている。なお、メルケル首相は5月22日にも「ユーロは弱すぎる。これはECBの政策が理由だ。これによってドイツ製品が相対的に安くなっている。従って、ドイツ製品はよく売れている」と発言している。

先進各国が暗黙のうちに通貨安を希求しやすい世相にあって、政府高官が「自分達の通貨は過剰に安い」と言い放ち、それが輸出加速に繋がっているとまで「自白」するのは近年ではかなり珍しい光景である。これらの言動の背景にトランプ政権への配慮があったことは間違いないだろう。1月31日にはトランプ大統領が新設した国家通商会議(NTC)のピーター・ナヴァロ委員長が英紙フィナンシャル・タイムズ(FT)に対し、ユーロは「暗黙のドイツマルク」のような存在であるにも拘らず、これが過小評価されることによって貿易上有利な地位にあるといった批判を展開したことが話題になっていた。上述したようなドイツ高官の言動はこの批判に対する1つの回答であろう。ユーロ圏の金利や為替に抱いているドイツの本音は「我々も不健全な通貨安であることは承知しているが、それを決めているのはECBである。我々を責められても困る」といった趣旨と推察される。

ユーロ圏に属し、単一通貨を使用することに関してドイツの金融・通貨当局高官が暗に不満を漏らし始めている状況は特筆されるものである。この種の発言は後述するドラギ総裁のシントラ講演を受けてユーロ相場が急騰して以降、鳴りを潜めているが、ECB政策理事会が抱える「ドイツとそれ

⁵ 本欄2017年2月10日号『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～』をご参照下さい。そのほかロイター外国為替フォーラム2017年2月23日配信『ユーロ圏を脅かす「ドイツ強」問題』をご参照下さい。

以外の加盟国の格差拡大をどこまで許容できるか」という本質的な構造問題はなんら変わっていない。2018 年以降も 1 つの重要論点として注目されるだろう。

～⑤ドラギ ECB 総裁のシントラ講演～

6 月 27 日にポルトガルのシントラで行われたドラギ総裁講演(⑤)は、ユーロ圏のみならず、今年の国際金融市場で最も材料視された要人発言だろう⁶。ECB 年次フォーラムにおいて『景気回復への対応 (Accompanying the economic recovery)』と題した講演を行ったドラギ総裁はユーロ圏経済の力強い回復やこれに伴うデフレ懸念の消失を高らかに謳いつつ「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった (Deflationary forces have been replaced by inflationary ones)」と発言した。これを受けてユーロ相場は急伸し、対ドル、対円共に年初来高値を更新するに至った。その後も、この発言が意識される中でユーロ相場の騰勢は止まらず、年初来安値から最大で約+17%上昇した。結果、7 月および 9 月と開催された政策理事会後の記者会見でドラギ総裁は性急な正常化期待の火消しに走らざるを得なくなったのである。なお、このシントラ講演の 2 日前となる 6 月 25 日には国際決済銀行 (BIS) が公表した年次報告書の中で「主要国の中銀は利上げを進めるべき」との主張を展開していたため、6 月末からの 1 か月間は世界の中央銀行に対する正常化期待が高まった。

特に為替市場においては「取り残される日銀 vs. 欧米中銀」という直観的に受け入れられやすい図式が流布し、円全面安が勢いづいたが、本欄ではそのような動きは一過性の「ブーム」で収束するだろうと警鐘を鳴らしてきた⁷。実際、あれから半年が経過しているが、やはり当時の盛り上がりはもうなくなっている。ドラギ総裁のシントラ講演は 1 つの「ブーム」を点火する契機とはなったが、その持続性は、ユーロ高という副作用もあって、決して長いものにはならなかった。

～⑥メルケル首相による米国敬遠発言～

経済・金融とは離れた論点になるが、メルケル独首相の外交上の発言がにわかに注目を集めたこともあった(⑥)。5 月末にイタリアのタオルミナで開催された G7 直後、メルケル首相は演説の中で「ここ数日の動向は、他国に完全に頼れる時代はある程度終わったことを示している」と言い放ち、はっきりと米国と距離を取る方針を口にして話題となった⁸。これに伴いドイツと中国の接近も注目された。7 月 7～8 日に開催されたハンブルグでの主要 20 か国・地域 (G20) 首脳会議の直前となる 5 日、習近平・中国国家主席はベルリンでメルケル首相と会談し、習国家主席は「G20 で中国はドイツの立場を支援したい」と述べ、メルケル首相が志向する自由貿易促進や地球温暖化防止について賛意を明確にしている。自由貿易にも地球温暖化防止にも興味を示さないトランプ大統領を意識したものであることは多くの説明を要さないだろう。

片や、メルケル首相も独中首脳会談前の共同会見で「独中は世界情勢の不安定化を和らげることに貢献できる」と述べ、中国への前向きな期待感を口にしてしている。習国家主席の「(独中関係は) 新たな段階に入りつつある」との言葉が独中接近を印象づけるフレーズであった。もちろん、中国からすれば、「一体一路構想」に一国でも多くの参加を促したい思惑があり、ドイツ支持には打算が

⁶ 本欄 2017 年 6 月 28 日号『ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～』をご参照下さい

⁷ 本欄 2017 年 7 月 11 日号『正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置』をご参照下さい。

⁸ 本欄 2017 年 7 月 12 日号『EU 回帰でドイツは変わるのか?』をご参照下さい

あったと言われる。現に、メルケル首相からは「ドイツは一帶一路の実現に貢献できる」との言質を得ることに成功している。しかし、だとしても、5 月の G7 を境としてドイツが「米国から離れ、中国に接近」という姿勢を鮮明化させたことは今年的外交を語る上では重要な動きであったことに変わりはないだろう。戦後ドイツの外交の 2 本柱は、1 つはフランスとの和解を含めた「欧州の統合と深化」であり、もう 1 つは米国を中心に据えた「大西洋主義」であった。トランプ大統領誕生を経て、後者の柱が危うくなったところ、前者の柱の重要性が相対的に増しているのが現状だが、大西洋主義を補完する協力関係としての独中接近という側面も見逃せない動きである。

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

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12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ前～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クレーン理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望