

みずほマーケット・トピック(2018年3月8日)

通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～

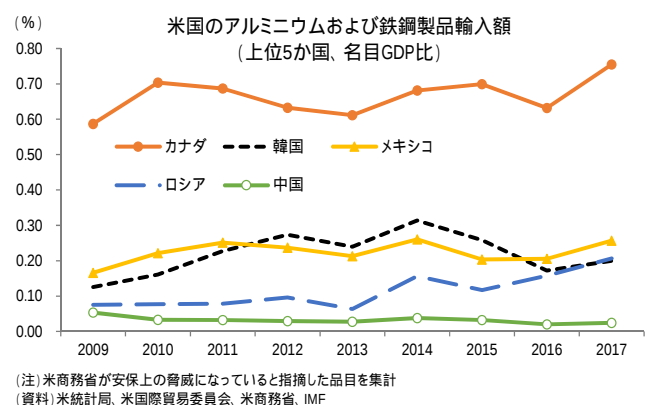
貿易戦争というフレーズがまことしやかに使用される場面が増えている。今後、「安全保障上の脅威」という枕詞を付けて追加関税を課すという「抜け穴」が多用されていけば、そのような事態も確かに現実味を帯びる。仮に貿易戦争という局面に至った場合、関税や非関税障壁は「武器」ということになるが、通貨安も「武器」の1つ。貿易戦争を仕掛けている(もしくは仕掛けられている)国は通貨安と親和性が高く(「武器」なのだから当然だが)、これは貿易黒字国を糾弾するトランプ大統領自身が選挙期間中からドル安志向を隠して来なかったことにも現れる。為替相場を見通す立場からは、「米国が望む通貨政策の方向感は大体叶う」という摂理にも近い事実を再認識すべき。このムードが続けば、とかく対米貿易黒字の大きい国の通貨が対ドルで上昇しやすくなるが、その中でも調整が進んでいない円はやはり標的になりやすい印象。

～場当たりのかつ衝動的な米通貨・通商政策～

貿易戦争というフレーズがまことしやかに使用される場面が増えている。1月23日に発表された大型家庭用洗濯機と太陽光発電製品の輸入に対する緊急輸入制限措置(セーフガード措置)に始まった米通商政策の保護主義化は2月1日に発表された鉄鋼・アルミニウムの輸入品への追加関税(鉄鋼製品は25%、アルミニウム製品は10%)で拍車がかかり、一昨日はこれに反対するゲーリー・コーン国家経済会議(NEC)委員長が辞任を表明する事態に至っている。経済政策の司令塔であり、政権閣僚で最も国際感覚に優れていると定評のあったコーン委員長を失うことで、ますます保護主義化が強まるとの懸念は強まっている。昨日は鉄鋼・アルミニウム関税に関し、一部の国が除外される可能性も示唆されたが、そもそもこうした場当たりのかつ衝動的なテンションで米国の通貨・通商政策が運営されていることについてはやはり不安を抱かざるを得ない。

～「勝者なし」の貿易戦争～

今後、「安全保障上の脅威」という枕詞を付けて追加関税を課すという「抜け穴」が多用されていけば、いわゆる貿易戦争という事態が現実味を帯びる。例えば鉄鋼やアルミニウムに関し、米国という巨大な輸出先を失うカナダやメキシコはその分を他国・地域向けに寄せてくる可能性がある(図)。寄せられた側の国にとってはセーフガード発動の根拠ともなりかねない展開である。こうして世界の貿易量は減少し、世界経済の停滞を促しやすくなる。巡り巡って米国の輸出産業も結局は影響

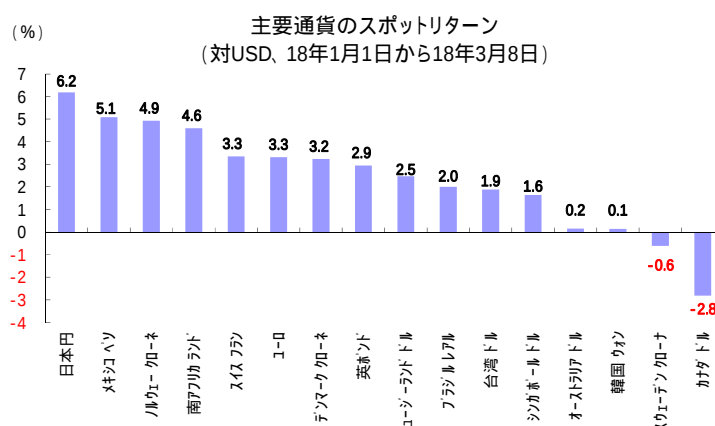


を受けよう。まさに「勝者なし」である。ちなみにそうした米国の通商政策にEUが一致団結して報復する姿勢を隠していないが、こうして各国・地域がブロック化し争うようになった結果、究極的に行きつく先が世界大戦だったという歴史的な経緯も合わせて思い返しておきたいところである。

～「米国が望む通貨政策の方向感は大体叶う」～

「貿易戦争だってかまわない」とまで放言するトランプ大統領の言動を踏まえれば、そうしたシナリオも無いとも言い切れない。仮に貿易戦争という局面に至った場合、関税や非関税障壁は「武器」ということになるが、通貨安も「武器」の1つになる。貿易戦争を仕掛けている(もしくは仕掛けられている)国は通貨安と親和性が高く(「武器」なのだから当然だが)、これは貿易黒字国を糾弾するトランプ大統領自身が選挙期間中からドル安志向を隠して来なかったことにも現れる。

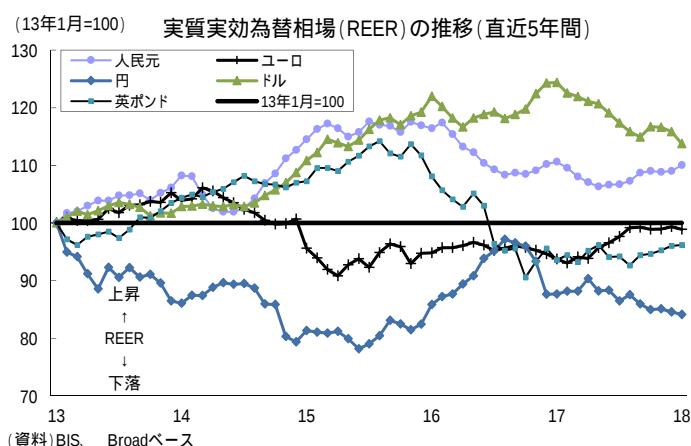
為替相場を見通す立場からは、仮に貿易戦争に伴い通貨安競争が激化した場合、ドル全面安は不可避と考えた方が良い。本欄では繰り返し強調している点だが、変動為替相場制の世界において基軸通貨ドルの意向は絶対であり、これは予想というより摂理に近い。予想が難しい為替の世界において「米国が望む通貨政策の方向感は大体叶う」という事実はほぼ揺るがないものである。貿易



戦争というフレーズが多用される中、ドル相場がほぼ独歩安となっている現状がその証拠だろう。なお、唯一の例外が騒動の北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉に追加関税と最も影響を受けそうな「渦中の国」となっているカナダであり、年初来で対ドルで大きく下落している(図)。

～ 標的になりやすい円 ～

とはいえ、ドル全面安自体は昨年から続く流れであり、実質実効相場 (REER) で見れば昨年のドルは▲8.5%も下落している。この一方的なドル売りの「受け皿」となったのがユーロであり、REERで見れば+5.6%上昇した。こうした流れの中、今年1月上旬時点でIMM通貨先物取引に現れる投機筋のユーロ買い持ち高は史上最高まで積み上がった。ちなみにポンドのREERも同期間で+2.5%上昇して



いる。一方、同期間における円のREERは▲3.1%と逆に下落しており、投機筋の円売り持ち高も高水準が続いた。要するに、主要通貨の中でドル全面安という流れに沿って調整が進まなかった数少ない例が円であった(ドル/円相場だけで見れば4%程度下落しており「円高の年」であったが、

実効ベースで見れば昨年は「円安の年」と見ることも可能であった)。この結果、円のREERは長期平均対比で▲20%の過小評価となっており、割安感が放置される状況にある。

今後、貿易戦争が激化するという前提に立った場合、とにかく対米貿易黒字の大きい国の通貨が対ドルで上昇しやすくなる可能性があるが、その中でも調整が進んでいない円はやはり標的になりやすいように思える。こうした状況で迎える4月の日米経済対話や為替政策報告書はドル/円相場の水準を大きく変え得るイベントとして極めて大きな注意が必要だろう。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不安な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
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～最後のショイブレ節～
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)～APP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