

みずほマーケット・トピック (2018 年 7 月 17 日)

貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～

貿易戦争懸念で為替市場が大きく動揺するような雰囲気は見られていない。しかし、Quick 月次調査などを見る限り、為替市場参加者における貿易戦争懸念が後退していると思えず。敢えて言えば、本邦の為替市場参加者にとって貿易戦争はまだ米国や中国に影響するだけの「他人事」と整理されている雰囲気はある。とはいえ、為替市場の一部では変調も見られる。年初来の米金利上昇は多くの新興国市場に動揺をもたらしたが、経常黒字で外貨準備を多く保有するアジア通貨は比較的耐えていた。しかし、6 月にトランプ政権が知的財産権侵害を理由として 500 億ドルの制裁関税を決定して以降はそれら通貨でもはっきりとパフォーマンスが劣化している。米金利上昇に耐えることはできても、貿易戦争懸念については輸出依存度の高さから脆弱性を露呈せざるを得ないということだろう。円がそうした通貨の 1 つとなっても全く不思議ではない。

～後退などしていない貿易戦争への懸念～

先週のドル/円相場は週初の110円付近から112.80円まで急騰した。その後、反落しているものの本稿執筆時点でも112円台で堅調推移している。率直に言って、この値動きを巧く解説するのは難しい。貿易戦争懸念の後退や米物価指標の加速を用いて解説する向きが見受けられるが、そもそも貿易戦争懸念は言うほど後退していない。また、11日に公表された米6月生産者物価指数(PPI)こそ市場予想を上回ったが、前週6日に公表された米6月雇用統計の平均時給は市場予想を下回っている。一時的な値動きを説明するためには色々な解説が可能だが、それが事の本質を表わしているとはやはりどうしても思えない。相場のメインテーマが貿易戦争懸念であることは確かだが、これが後退している雰囲気はない。

例えばQuick社が本日公表した為替市場参加者(回答者95名)に対する月次調査(7月分)によれば、円の変動要因に関し「政治／外交」との回答が増加する一方で、「金利／金融政策」が減少している。同じくドルやユーロの変動要因も円と同様に「政治／外交」が増え、「金利／金融政策」が減っている。「政治／外交」は実質的には貿易戦争への懸念を示すものであるから、貿易戦争への関心が為替市場で強いことは間違いない。そして同調査の質問を掘り下げてみると貿易戦争への懸念が後退していないことは明らかである。「トランプ政権の保護主義政策はいつまで続くか」という設問に対しては「2020年の米大統領選挙まで続く」との回答が45%と約半数を占め、次いで「今年11月の米議会中間選挙まで続く」が36%と続いている。さらに12%が「保護主義政策が常態化する」として一過性の懸念ではないことを示唆している。裏を返せば、「現時点(調査回答時点)で懸念が後退して収束する」と考えている回答者は10%未満ということになる。調査のサンプルは東京市場の参加者に限定されるが、海外市場の参加者と大きな乖離があるとは思えない(回答者を海外に広げた途端、貿易戦争懸念が急低下するとは思えない)。

なお、調査期間は「7月9日から11日」であるが、この期間こそがドル/円相場が110.40円付近から

112.20円付近へ急騰した時期に符合する。やはり「貿易戦争への懸念後退」と「ドル/円相場の急騰」の間に説得力のある因果関係があったとは考えにくい。しかも10日は301条を根拠に通商代表部(USTR)が対中輸入2000億ドル相当について対象リストを発表した日でもある。やはり解せない。

～まだ他人事？～

ただ、同調査では「貿易摩擦はどの国・地域に最も悪い影響を及ぼすか」との設問もあり、ここでは53%が「中国」、29%が「米国」、14%が「新興国」と回答している。「日本」および「欧州」との回答は共に僅か1%であり、ドル/円相場や日経平均株価がリスクオフムードに陥らない理由はこの辺りにあるのかもしれない。要するに、本邦の為替市場参加者にとって貿易戦争はまだ他人事であり、7月6日に米国が中国製品に課税を始めたばかりという当事者間の影響も顕現化していない中で材料視するには至らないということなのだろうか。この点、今月下旬に予定されるワシントンでの新たな日米貿易協議がどう転ぶかで心境の変化は否応なしに生じるはずである。ほぼ間違いなく農産品の対米輸入拡大もしくは本邦自動車の対米輸出拡大の是非が争点化することが見えている中、今の段階から織り込みが始まらないのは解せないが、本格的に自由貿易交渉(FTA)締結が政治日程に乗ってくるような展開になれば円相場がいつまでも安値で安定することはないはずである。

交渉が始まってみないことには確たる懸念も生じようがないが、少なくとも今わかっていることは米財務省が円の実質実効為替相場を「長期平均対比で25%割安」と考えており、それが今でも解消されていないという事実である。あとは協議が始まった際にトランプ米大統領と基本姿勢を共有するライトハイザーUSTR代表(もしくは大統領本人)がこれに言及するか否かに尽きる。裏を返せば、日本はそれ(為替)に触れさせないように財貿易の交渉を巧く進行する必要がある。

～対中輸入の約9割が対象に～

既述の通り、先週 10 日には301条を根拠としてUSTRが中国からの輸入品 2000 億ドル相当について対象リストを発表した。時系列的には 7 月 6 日の340 億ドルは301条を根拠に宣言されていた500 億ドルの一部だが、その500 億ドル課税方針の後に中国の報復措置を理由として追加で最大 4000 億ドル

トランプ政権下での各種制裁措置の現状

法律	目的	制裁対象など	関税率
通商法301条	商業活動に不利益をもたらす貿易慣行の是正	中国の知的財産権侵害への制裁。①500億ドル、②2000億ドル、③2000億ドルの3段階措置。(※)	10～25%
通商拡大法232条	安全保障上の脅威となる輸入の制限	鉄鋼・アルミニウム輸入、自動車・同部品輸入	最大25%
通商法201条	外国製品との競争における国内産業の保護(セーフガード)。	大型洗濯機、太陽光パネル	洗濯機(120万台まで)に20%、それを超える台数に50%、太陽光パネル30%
CFIUS(対米外国投資委員会)	安全保障上、脅威となる対米直接投資の審査	「外国投資リスク審査近代化法」(FIRRMA)法案で強化されるCFIUSの審査権限を活用する方針	審査の厳格化

[資料] 米商務省、米財務省、米国際貿易委員会(ITC)など米各政府機関から抜粋

※7月6日には①に関し、まず340億ドル分が発効された。③は②に対する中国の反応を踏まえ検討される可能性あり。

として追加で最大 4000 億ドル(2000 億ドル×2 回)について10%の課税を行う方針が元々宣言されていた(なお、最初の500 億ドルは25%である、表)。過去の本欄¹でも述べたように、最初の500 億ドルは米家計部門への「返り血」を警戒して消費財への課税は回避されていたが、その4倍から8倍の規模を課税するにあたってはどう考えても消費財を含む必要が出てくる。当然、今回発表された関税リストもそのような構成である。2017年の米国の対中輸入は5063億ドルであるから、仮に4500億ドル(500+2000+2000)

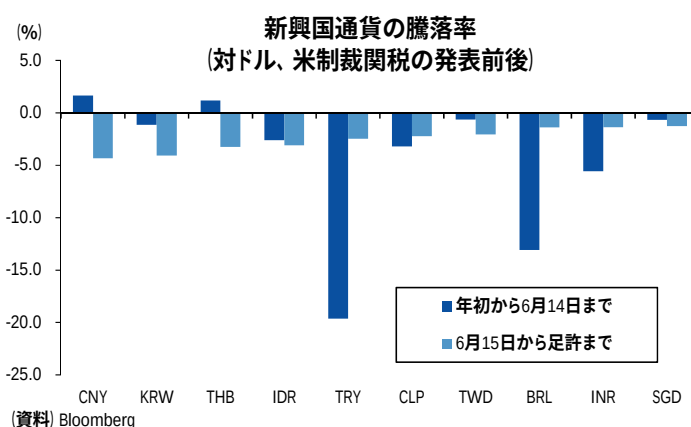
¹ 2018年7月3日号『米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～』をご参照下さい。

全ての課税が行われれば輸入品の約 9 割が対象ということになる。結果として米国は比較優位ではない財にも生産要素を投入することになるため「良いものをより安く」は必然的に困難になるだろう。米家計部門は少なからず「粗悪で値段が高い財」の消費を強いられることになり、実質的な所得環境の劣化も課題となるはずである。元より景気循環の終盤ゆえにその持続可能性が疑われている FRB の正常化路線への影響も必至と考えたいところである。

～為替市場への影響は出始めている～

現在、米中の間で行われていることの帰結はそうした「悪い未来」なのだが、未だ為替市場や株式市場ではその懸念がはっきりと顕現化するには至っていない。しかし、先週の本欄²でも議論したように、新興国市場が動揺を始め、米国のクレジットスプレッドも幅広い格付けで拡大するなど既に兆候はある。ただでさえ利上げによるリスク許容度の縮小が進んでいるところに貿易戦争懸念が重なったことで比較的风险の高い社債市場から資金が流出しているのだろう。問題はこれがいつ為替市場や株式市場に波及してくるかである。社債市場などと比べて変動要因が沢山あり、流動性が豊富な市場だから反応が遅れているということなのかもしれない。

とはいえ、為替市場でも変調は見られる。年初来の米金利上昇は多くの新興国市場に動揺をもたらしたが、経常黒字で外貨準備を多く保有するアジア通貨（人民元、韓国ウォン、タイバーツなど）は比較的耐久力を見せていた。しかし、6 月 15 日にトランプ政権が知的財産権侵害を理由として 500 億ドルの制裁関税を決定して以降はそれらのアジア通貨でもはっきりとパフォーマンスが劣化している



(図)。対外経済部門に頑強さを備える通貨は FRB の正常化路線に耐えることはできても、貿易戦争懸念については輸出依存度の高さから脆弱性を露呈せざるを得ないということだろう。付け足すとすれば、貿易戦争の最中であって中国が通貨政策(元安)で応戦を続ければ、(対人民元で)競争力の劣化するアジア通貨などは低め誘導せざるを得ない通貨も出てくるかもしれない。いずれにせよ貿易戦争懸念が謳われているからこそ、上値が重くなっている通貨も確かに現れ始めている。円がそうした通貨の 1 つとなっても全く不思議ではないというのが筆者の基本認識である。

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。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。

² 本欄 7 月 13 日号『「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～』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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年7月13日	週末版「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利」との距離感～分水嶺～
2018年6月15日	週末版「ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～」
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利」との距離感～
2018年6月8日	週末版「外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～」
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版「イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～」
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版「続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～」
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最新のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版「ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～」
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版「日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～」
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版「ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～」
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版「保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～」
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR・OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版「日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～」
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版「FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～」
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版「実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～」
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版「ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～」
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～
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「本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「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～