

みずほマーケット・トピック(2018 年 7 月 26 日)

日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性

米・EU の貿易協議が軟着陸を果たしたことで安堵感が広がっている。これまで米国との貿易協議で火花を散らした国・地域のうち EU や NAFTA、韓国などは元より自由貿易協定(FTA)交渉が進行していたという共通点があった。その意味で交渉の土台はある程度存在したと見ることも可能。転じて、それが無い日本がどのような道筋を辿るのかはやはり興味深い。7月末に予定されていると言われる日米貿易協議(FFR)では自動車が争点化することは必至の様相。しかし、「日米自動車貿易」というテーマで日本側から出せるカードは輸出自主規制か円高・ドル安容認くらいしか思い浮かばず、現実的には後者か。FFR で為替が争点化すれば、当然、「その円安をもたらしている金融政策が許せない」という展開が予想される。とすれば、邪推を承知で言えば、にわかに日銀の政策運営に修正観測が浮上していることとの関連は気にしたいところ。

～EUを上手くやりこめた米国～

昨日の為替市場では米・EUの貿易協議を巡るヘッドラインが耳目を集めている。トランプ米大統領はユンケル欧州委員会委員長との会議後、EUが米国からLNG(液化天然ガス)や大豆の輸入を増やすこと、米・EUともに工業製品の関税引き下げを目指していくことで合意したことを明らかにしている。だが、懸案の自動車に関しては棚上げされており、この点はいずれ蒸し返す恐れはある。明らかになっているヘッドラインからは米国が上手くEUをやり込めたという印象を受ける。自動車に関してはEUの共通関税が10%であるのに対して米国は2.5%ゆえ、ここに切り込まれないためにもEU側から何らかのカードを切らざるを得なかったものと事情を推測する。いずれにせよ米国は貿易協議の進行中は追加関税などの輸入制限をEUに対しては実施しない方針を示しており、米・EUという2極において貿易戦争シナリオが回避されたことは相場心理にとって大きな追い風ではある。

～輸出自主規制 or 円高・ドル安～

なお、これまで米国との貿易協議で火花を散らした国・地域のうち、EUやカナダ、メキシコ、韓国などは元より自由貿易協定(FTA)交渉が進行していたという共通点があった。その意味で交渉の土台はある程度存在したと見ることも可能かもしれない。転じて、それが無い日本がどのような道筋を辿るのかはやはり興味深い。7月末にはワシントンで日米貿易協議(FFR)が茂木・経済再生担当相とライトハイザー米通商代表部(USTR)代表が初回会合を持つことが発表されているものの、現時点では詳報が上がってきていない。1つ言えることは、米・EU交渉でも自動車が争点化していたことや、元よりトランプ大統領が輸入車関税に関心を持っていたような現状を踏まえれば、FFRでも同様の展開は避けられないと考えるべきだろう。

この点、先週以来、その発言が話題となっているように、トランプ大統領が本当に為替相場(≒ドル高相場)に問題意識を持っているのだとすれば¹、元より米財務省から実質実効為替相場に関して「(長期平均対比で)25%割安」との評価を受けている円相場への影響はやはり不安である。過去の本欄でも議論したように、既に日本の自動車企業が現地生産という形で雇用創出に多大なる貢献を果た

外国企業による米国内での雇用者数比較(単位:千人)、2015年

国	人数		うち製造業	
	全産業	比率		比率
全体	6,820.7	-	2,451.4	-
カナダ	636.1	9.3%	181.9	7.4%
欧州	4,319.2	63.3%	1,474.4	60.1%
フランス	677.5	9.9%	213.9	8.7%
ドイツ	673.9	9.9%	310.5	12.7%
オランダ	460.4	6.8%	150.4	6.1%
スイス	468.2	6.9%	193.8	7.9%
英国	1,140.0	16.7%	253.3	10.3%
それ以外	899.2	13.2%	352.6	14.4%
アジア	1,227.6	18.0%	549.3	22.4%
日本	856.1	12.6%	400.6	16.3%

(資料)米BEA『Activities of U.S. Affiliates of Foreign Multinational Enterprises』

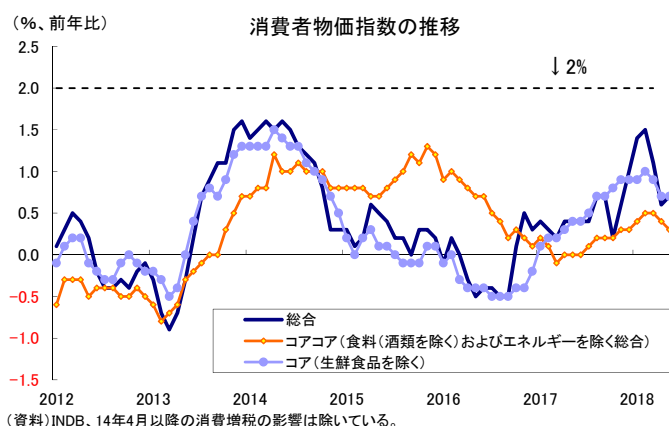
しており(右表)、米国の自動車企業が日本市場から撤退していることを考えると、「日米自動車貿易」というテーマで日本側から出せるカードは輸出自主規制か円高・ドル安容認くらいしか思い浮かばない。現状のドル/円相場の水準に関し、多くの事業法人がバッファーを持っているのだとすれば(6月短観想定レートは107.26円、内閣府調査の採算レートは100.6円)、後者の選択肢は前者のそれよりはましという判断はあり得る。もちろん、元より難癖なのだが、安全保障上、米国に依存している日韓については理不尽な影響を迫られやすい。不公正を嘆いても詮無きことでもある。

～FFRと日銀の政策修正～

FFRで本当に為替が争点化すれば、当然、「その円安をもたらしている金融政策が許せない」という展開になるだろう。とすれば、邪推を承知で言えば、にわかに日銀の金融政策運営に修正観測が浮上していることとの関連はやや気にしたいところである。一部報道にあるように、来週30～31日の金融政策決定会合では現行のイールドカーブ・コントロール(YCC)を修正し、長期金利の誘導目標を柔軟化すると観測が浮上している。具体的には、現在「ゼロ%」を目処に事実上の上限と見なされている「0.1%」に固執せず、許容変動幅を拡げると期待が出始めている。

昨年から燦るリバーサルレート議論に明示されるように、緩和の副作用に関しては日銀内でも元々関心が高まっていると考えられ、7月会合では少なくとも声明文に副作用への配慮を示す文言が挿入されるとの声は多い(その上で7月に具体策を決めるとは限らず、9月での決定に向けて検討を示唆するという見方もある)。もちろん、消費者物価指数(CPI)は足許で失速していることから(図)、あくまで「正常化」

ではなく「微修正」であり、会合自体は現状維持という体裁を崩さないだろう。だが、仮に10年金利の目処が「ゼロ%」から引き上げられれば、それは間違いなく円高材料である。もしくは10年金利の



¹ トランプ大統領のFRBや為替相場に対する一連の発言については以下の寄稿をご参照下さい：2018年7月23日配信『トランプ、ついに“伝家の宝刀”を抜くのか 米国利上げへの不安爆発の理由』BUSINESS INSIDER JAPAN

上昇は為替市場に限らず実体経済への影響も小さくないとの判断から10年超の超長期債市場へ配慮した表現になるとの観測もあるが、いずれにせよ為替への影響は円高、金融政策運営としては建前がどうあれ縮小という「方向感」に属する。

仮にFFRで為替が争点化するならば、その「方向感」こそが米国の溜飲を下げるために重要である。恐らくトランプ大統領は日銀の政策運営の中身までは良く分かっていないのであろうから、まずは「方向感」だけでも米国の意向に沿うような調整を施すことは損ではないと思われる。筆者は基本的に日銀の「次の一手」はあくまで円高対応としての緩和である可能性が高いと考える立場だが、そうした米国の通貨・通商政策（というよりトランプ大統領）への政治的配慮まで視野に入れるのであれば、引き締め方向への調整も辞さないという判断はあり得るとは思っている。その場合、まだドル/円相場と日経平均株価が高止まりしている7月に判断した方が9月に先送りするよりも賢明なのではないかとも考えている。

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。

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7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
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～
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	混迷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	米中開戦の時～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5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～「APP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讀むべきか？
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	最近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」から何を讀み取るか？
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)