

みずほマーケット・トピック(2018年9月3日)

「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観

米国とカナダによる北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉は合意に至らず。トランプ大統領のこれまでの言動を踏まえれば、このままメキシコと2国間 FTA を結んだ上で現行の NAFTA が廃止に至る可能性も。なお、今回カナダが合意しなかったことで3か国を巻き込んだ NAFTA の修正という「手土産」を中間選挙に間に合わせることが困難になったことも指摘されている。今週中にも発表されるという対中輸入 2000 億ドルへの追加関税も中間選挙を意識した一手だと解説されることが多い。だが、中間選挙を軸にトランプ政権の保護主義を理解するのは危うい。トランプ大統領のような人物を大統領にしてしまうほど米国内に鬱積した不満が大きいという前提がまずあり、トランプ大統領はその時に鉢合わせた候補者の1人に過ぎないという見方が適切。その意味では中間選挙はおろか 2020 年の大統領選挙を経ても現状のような政策運営が続くと予想。「中間選挙を超えれば貿易摩擦は緩和する」という楽観には同意できず。

～カナダが譲歩する理由は元々ない～

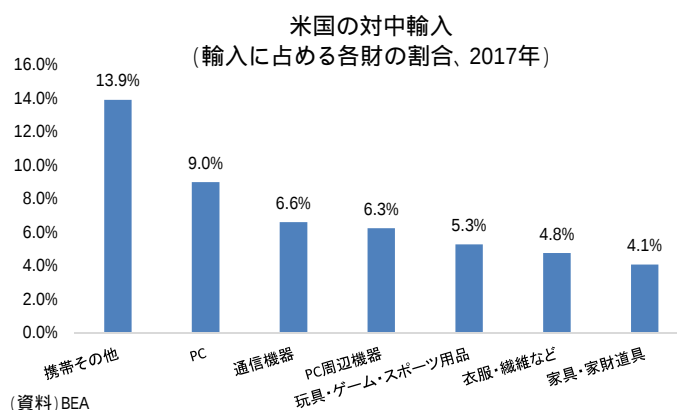
先週末の為替市場ではリスクオフムードが優勢となる中、ドル買いが先行する展開となった。31日に行われた米国とカナダによる北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉が合意に至らず、市場心理が悪化している。今週5日の再協議へ持ち越されており、カナダのフリーランド外相が「合意は手の届く範囲だ」と述べるなど、事態が良い方向へ急変する可能性はある。だが、今回の決裂で3か国揃っての合意が年内に成立する公算が小さくなったとの声は多い。8月31日を期限としたのはメキシコの大統領交代が12月1日にあるためであり、カナダが譲歩する道理は元々ない。厳密には米国で大統領が通商協定に署名する際には60日前までにその全内容を公表する必要があることに由来している。12月1日の直前である11月末を期限と見るならば、全3か国が合意した協定内容を9月末までに詰める必要がある。しかし、2019年に総選挙を控えるカナダがメキシコと勝手に話をまとめ上げた米国の都合に合わせるというのは如何にも難しい話である。「決めてしまえば、どうせ後から折れてくる」という米国のカナダに対する交渉態度はカナダ国内でも評判が悪い。また、両国首脳の関係性がそもそも悪いということも合意への期待を薄めている。今年6月のシャルルボワ(カナダ)G7の際、トランプ大統領がツイッター上でトルドー・カナダ首相について「不誠実で弱腰」と罵るなど、両者に信頼関係は期待できない。

いずれにせよトランプ大統領のこれまでの言動を踏まえれば、カナダが入ってこないのならメキシコと2国間 FTA を結んだ上で現行の NAFTA は廃止するということになる。これはカナダに生産拠点を構え米国へ輸出している日本を含めた自動車企業にとっては大きな話となる。

～「中間選挙まで」という危うい楽観～

今回カナダが合意しなかったことで3か国を巻き込んだ NAFTA の修正という「手土産」を中間選

挙に間に合わせる事が困難になったことも指摘されている。また、今週中にも発表されるという対中輸入 2000 億ドルへの追加関税も中間選挙を意識した一手だと解説されることが多い。しかし、過去の本欄でも議論したことがあるが、中間選挙を軸にトランプ政権の保護主義が運営されているとはどうしても思えない。この点も過去に議論したが、第一段階の 500 億ドルへの追加関税ならまだしも、2000 億ドルが対



象となればもはや米国の家計部門が日常的に消費する財への影響は免れない。米国の対中輸入に関し、最も多いのが「携帯その他」で 13.9%、次に「PC」で 9.0%、次に「通信機器」で 6.6%と消費財が続く(図)。本当に中間選挙のことを考えるのであれば、脅しとして大規模な追加関税を示唆するまでは有り得るにしても発動まで踏み込む必要はないはずである。もちろん、500 億ドルの時ですら 2 回に分けて発動したのだから 2000 億ドルに関しても小分けにするのだろうが、それでも影響は大なり小なり及ぶはずである。なお、この 2000 億ドルの次の 2000 億ドルもアナウンスされている。

米国の保護主義についてはもっと大きな目で見ざるべきと考えられる。トランプ大統領のような人物を大統領にしてしまうほど米国内に鬱積した不満が大きいという前提がまずあり、トランプ大統領はその時に鉢合わせた候補者の 1 人に過ぎないという見方が適切ではないか。トランプ大統領と対峙したヒラリー・クリントン候補も選挙戦の最中に環太平洋経済連携協定 (TPP) の破棄を口にしていたことを忘れてはならない。どのみち、今の米国では保護主義に傾斜せざるを得ない機運があるということだろう。金融市場はとかく短い時間軸で物事を考察しようとするが、トランプ大統領は時代の徒花であり、中間選挙という卑近な文脈で政策を運営しているとは思えない。どうしても選挙とリンクさせるのであれば、2020 年の自身の再選にこそ関心が大きいはずである。いずれにせよ、「中間選挙を超えれば貿易摩擦は緩和する」という期待は楽観に過ぎるというのが筆者の印象である。

～政治・経済的にドル安は当然～

これほど米国が保護主義に傾斜しているにもかかわらずドル安にならないのはひとえに FRB が順当に正常化プロセスを推進できているからであって、トランプ政権が勤しんでいる通貨・通商政策の影響力が無いという話ではない。しかし、周知の通り、このような状況にトランプ大統領は違和感を覚え始めている。

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では…
	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	日本、トランプの望む米国
	緩和	緩和	通貨高	×	
	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	
	緩和	引締め	通貨高	×	
	引締め	緩和	通貨安	×	
	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	現在の米国
	引締め	引締め	通貨安	×	
	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	ユーロ圏

(資料) 筆者作成による。× は実現不可能なポリシーミックス。

る。利上げやこれに伴うドル高を批判するのは、本来、通貨政策と金融政策の方向性が一致していなければならないことを思えば(図)、当然である。保護主義と通貨安の親和性は本質的に高いも

のだ。変動為替相場において米国の意向が絶対的な影響力を有することを思えば、今後について米金利低下・ドル安を予想するのは政治・経済的に至極当然というのが筆者の基本認識である。市場ではこうした予想に関しては「中間選挙まではそうなるだろう」という向きが多いように見受けられるが、筆者はより持続性の高い論点として警戒している。

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8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか? ~ BISビューに基づく抑制へ ~
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検 ~ 高まる欧州政治リスク ~
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か ~ メルケル独首相の憂心 ~
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理 ~ 色褪せる「カネ余り」、「ゴルディオックス」 ~)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰 ~ もう1つの潜在的危機 ~
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか?
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調 ~ 元安、トルコリラ安も ~
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方 ~ 市場の本音は「理解に苦しむ」 ~)
2018年8月2日	FOMCを終えて ~ 肅々とオーバーキルを予想 ~
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて ~ いつまでもチャンスは無い ~
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検 ~ いよいよ「伝家の宝刀」? ~
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて ~ 金利ガイダンスの正しい読み方 ~)
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
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」 ~ 米国のクレジットブ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「パプルの芽」 ~
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 ~ 「試練の秋」 ~
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	想定外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ブレッド ~ 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 ~