

## みずほマーケット・トピック(2019年3月4日)

### 大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～

トランプ米大統領が再び露骨なドル高けん制を展開している。名指しこそ避けているが、「FRBの利上げを好むジェントルマン」としてパウエル FRB 議長を暗に批判。同種の発言が散々繰り返されてきたこともあって市場の反応は落ち着いたものだが、1月 FOMC であれほどハト派へ急旋回した後だけにやや意外感も覚えた。確かに、常に「相手がある話」の世界である為替市場において、ECB や日銀が殆ど正常化できていない状況も手伝いドル相場は下がっていない。トランプ大統領がどこまで相場動向に注視しているかは謎だが、為替市場において「ドル一強」の構図が継続中であるのは確か。心配されるのは「大統領がドル安を欲しており、FRB もハト派転換しているが、ドル高が続いている」という状況が続くと、消去法的に「相手国が悪い」という発想にしかならないこと。例えば「ECB や日銀が意図的に緩和路線を堅持していることがドル高をもたらしている」という如何にも大統領好みのロジックに行き着く可能性が想起される。

#### ～「いずれ蒸し返す」可能性は否めず～

為替市場では米中通商合意が近いとの報道から一時 112.08 円と昨年 12 月 20 日以来の 112 円台を回復しているが、その後にトランプ米大統領のドル高けん制発言が報じられると再び値を下げている。米中通商合意に関しては対中関税の「全てか大半」が撤回される可能性がブルームバーグから報じられている。事実であれば本欄や『中期為替相場見通し』でもリスクシナリオとしても述べてきた通り、ドル/円相場にとってかなり大きなアップサイドリスクである(多くの国際機関や中央銀行は米中貿易摩擦の行方を世界経済減速の前提と置いているのだから)。しかし、報道は出所不明の上、肝心の技術移転の強要や知的財産権保護を含む構造改革の行方がどうなっているのかには言及がない。基本的には 2020 年 11 月の中間選挙を控える大統領の立場からすれば、支持層へアピールする最大のカードである対中制裁を引き揚げるにはタイミングが早過ぎるようにも思えてならない。仮にここで合意しても、近い将来に蒸し返す可能性を念頭に置かざるを得ないだろう。

#### ～再び為替に関心を戻したトランプ大統領～

片や、トランプ大統領のドル高けん制発言は紛れもない現実だ。トランプ大統領は 3 月 2 日に開催されたある会議の場で「私は強いドルを好むが、米国に素晴らしい作用するドルが望ましいと考え、米国が他国とビジネスを行うことができなくなるほどの強過ぎるドルは望んでいない」と述べた。トランプ大統領は名指しこそしなかったものの、「FRB の利上げを好むジェントルマン」としてパウエル FRB 議長を念頭に置き、「量的引き締めを愛し、非常に強いドルを好むジェントルマンがいる」と皮肉を言い放った。同種の発言が散々繰り返されてきたこともあって市場の反応は落ち着いたものだが、1月 FOMC であれほどハト派へ急旋回した後だけにやや意外感も覚えた。率直に言って、1月 FOMC 声明文で示された基本姿勢は 12 月会合までのそれとくらべて「急変」と言って差し支え

なく、実質的な利上げ停止宣言でもあった。また、同会合議事要旨(2月20日発表)ではバランスシート縮小方針の年内停止もほぼ明言されていた。

だが、結局、為替市場は「相手がある話」の世界だ。ECB や日銀が殆ど正常化できていない状況もあってドル相場は下がっていない。トランプ大統領がどこまで相場動向に注視しているかは謎だが、為替市場において「ドル一強」の構図が継続中であるのは確かだ。FRB の挙動はどうあれ、事実としてドル高なのだから「不満」というのであれば、首肯できる部分はある。また、米朝首脳会談で芳しい結果を得られなかつたことで、トランプ大統領が仮想敵を必要としているとの読みもあながち外れてはいないであろう。いずれにせよ、「為替に关心がある」という状況には違い無さそうである。

### ～消去法的に「相手国が悪い」という発想～

「大統領がドル安を欲しており、FRB もハト派転換しているが、ドル高が続いている」という状況が続くと、消去法的に「相手国が悪い」という発想にしかならない。それは例えば「ECB や日銀が意図的に緩和路線を堅持していることがドル高をもたらしている」という如何にも大統領好みのロジックに行き着く可能性が想起される。間違いなく暴論だが、実際に米貿易黒字が大きいこともそうした事実誤認を後押ししかねない。これから米国と二国間通商交渉を控える日欧にとってはこうした大統領の挙動は不安な兆候である。端的には為替条項というフレーズが取りざたされやすくなろう。

しかし、そもそも通商政策と通貨政策は別管轄で行われるべき問題である。3日には浅川財務官が都内で行われたディスカッションにおいて「日本の経常黒字は所得収支から来ており、貿易問題とは別物」と述べたことが報じられているが、基本的に日本の経常黒字は過去の海外投資の「あがり」の部分が大きいとの認識は今後の交渉でしっかりと強調していく必要がある。これを減らすという話になれば、例えば米国にある日本の自動車企業の生産稼働率を抑えたり、もしくは工場を閉鎖したりする話に直結する。それこそトランプ大統領が最も激高する話であろう。ちなみに米商務省の年次調査によれば(表)、2016年末時点で米国における外資系企業の雇用者数に関し、日本は86万人と外資系企業全体の雇用(約700万人)の12%を占める。これは英国の17.5%に次ぐ数字である。なお、外資系企業としての総資産額で言えば全体の 15.8%であり、これは英国(14.7%)よりも大きく、最大である。給料支払で見ても英国(16.6%)に次ぐシェア(13.3%)である。日本企業による米国経済への貢献度は相当に大きい。

なお、同じディスカッションの中で「日本の貯蓄の増加は高齢化の過程において自然である」とも浅川財務官は述べている。発言の全容が分からぬが、これは結局のところ、「米国の経常赤字は米国の過剰な消費・投資体質の裏返しである」という貯蓄・投資(IS)バランスに着目してトランプ政

外資系企業による米国内での雇用者数と総資産、給料支払額(2016年)

国	人数(千人)		金額(百万ドル)			
	全産業	比率	総資産	比率	給料	
全体	7,088	-	13,389,403		575,678	
カナダ	679	9.6%	1,859,615	13.9%	49,090	8.5%
欧州	4,495	63.4%	7,710,940	57.6%	367,452	63.8%
フランス	729	10.3%	1,054,209	7.9%	52,084	9.0%
ドイツ	692	9.8%	1,382,697	10.3%	65,210	11.3%
オランダ	475	6.7%	730,913	5.5%	35,071	6.1%
スイス	471	6.6%	1,176,920	8.8%	47,941	8.3%
英國	1,238	17.5%	1,966,875	14.7%	95,401	16.6%
それ以外	891	12.6%	1,399,326	10.5%	71,745	12.5%
アジア	1,267	17.9%	2,934,376	21.9%	109,788	19.1%
日本	861	12.1%	2,110,496	15.8%	76,573	13.3%

(資料)米BEA『Activities of U.S. Affiliates of Foreign Multinational Enterprises, 2016』

權も自国の赤字体質に目を向けるべきということに本意があるのだろう。全くの正論である。それは「為替相場を修正したところでトランプ大統領の懸念する経常(貿易)赤字は消えない」ということでもある。日米物品貿易協定(TAG)交渉は今月から5月初旬にかけて動きがあると見る向きが多く、2月27日にはライトハイザー米通商代表部(USTR)代表が1か月以内に訪日する意向を表明している。米中通商協議や米朝首脳会談で得点機を逃した格好になっているだけに、タイミング的にはあまり良い雰囲気はないが、日本は理論的に正しい事実や現実に日本が米国に果たしている成果を丁寧に伝えることが遠回りに見えて、最も近道なアプローチになるのではなると信じたい。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ちていた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大天使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりうるにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	ハイテク独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	フレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメイシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧洲の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメイシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
2018年12月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月14日	2019年、日米欧のデールリスクはどこにあるのか？
2018年12月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月11日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月10日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月7日	動き出した「メルケル後」のドイツとしてEU
2018年12月5日	週末版
2018年12月4日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月3日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年11月30日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月28日	週末版
2018年11月27日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアに於ては辛いボリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーティールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
2018年11月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月15日	週末版
2018年11月14日	メイ首相、最後の戦い～「外」から「内」へ～
2018年11月13日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月12日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月9日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月8日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月7日	メソツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月6日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月5日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月2日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年10月30日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月29日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	フレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ペーシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高は正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月18日	市場は「返り血」を浴びるまで分からぬのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～