

## みずほマーケット・トピック(2021年1月20日)

## 「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官

注目されたイエレン元 FRB 議長に対する指名承認公聴会では米財務長官の常套句である「強いドル」というフレーズは使われなかった。政権移行に伴って「分断」ではなく「団結」を呼びかけられている以上、ドル安志向の強そうなトランプ支持者に配慮を示したのかもしれない。もっとも、「強いドル」と言いつつドル安を放置する「優雅なる無視(benign neglect)」は米国の通貨政策の十八番であり、元より財務長官発言はアテにはならない。米国の政治・経済の現状を踏まえれば、2009年以降のガイトナー時代のように「優雅なる無視」は展開される恐れがある。しかし、公聴会全般を通して中国に対する厳しい言及が目立つたことを踏まえれば、仮に新財務長官の下での米国が陰に陽にドル安志向を強めたとしても、その煽りを最も受けそうなのは円ではなく人民元になるのではないか。日本はもう貿易黒字国ではないという事実も重要。なお、米通貨政策に思索を巡らせるのは重要としても、2021年の市場見通しは「2020年からの反発」を重要な要素として踏まえないと、方向感を見誤るという要諦も忘れてはならない。

## ～「強いドル」と言わなかったイエレン元議長～

昨日はイエレン元 FRB 議長に対する指名承認公聴会が開催された。公聴会の論点は多岐にわたったが、注目された為替市場に関しては米財務長官の常套句である「強いドル」というフレーズは使われなかった。「米経済の長期的な強靭さと金融システムの安定性維持が、米国やそれ以外の国々にとって利益となる」との発言が「強いドル」への意向を含んでいると見えなくもないが、直接的な言及はなかった。邪推を承知で言えば、やはり政権移行に伴って「分断」ではなく「団結」を呼びかける以上、ドル安志向の強そうなトランプ支持者に配慮を示したのかもしれない。もっとも、「強いドル」との発言があったところでアテにはできない。

後述するように「強いドル」と言いつつドル安を放置する「優雅なる無視(benign neglect)」は米国の通貨政策の十八番である。

なお、公聴会全般を通して中国に対する言及が目立ち、報道もこれを取り上げる向きが多い。例えばイエレン元議長は中国を「最も重要な競争相手」と名指した上で「不当廉売や貿易障壁、不平等な補助金、知的財産権の侵害、技術移転の強要など、中国の不公正な慣行は米企業の力を削いでいる」と直接的な批判を展開している。「あらゆる手段を講じて対抗する」と財務省としての対応もちらつかせていることから、金融市場からは為

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

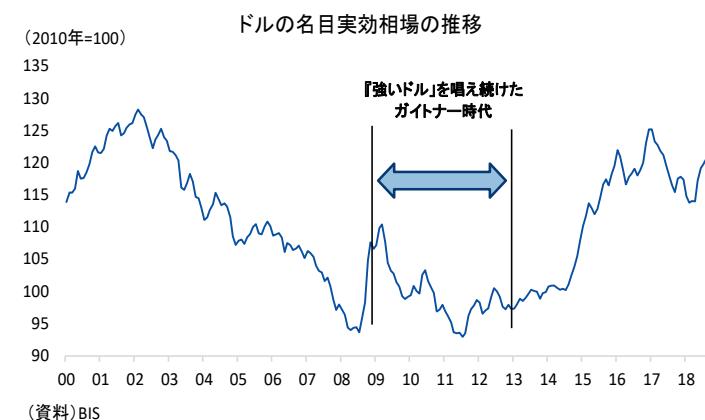
国名	シェア(%)	年初来のドルvs. 各通貨(%)	寄与度(%pts)
中国	23.3	6.7	-1.6
ユーロ圏	17.0	8.9	-1.5
メキシコ	13.3	-5.0	0.7
カナダ	11.7	2.1	-0.2
日本	7.1	5.2	-0.4
韓国	3.8	6.4	-0.2
台湾	2.2	6.1	-0.1
スイス	1.7	9.2	-0.2
英国	3.2	3.1	-0.1
ロシア	0.6	-16.7	0.1
南アフリカ	0.4	-4.7	0.0
トルコ	0.5	-20.0	0.1
アルゼンチン	0.3	-28.9	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.7
20年1～12月のNEER	-	-4.1	-4.1

(資料)BIS、Bloomberg. NEERはBroadベース。  
通貨変化率は19年12月31日～20年12月31日

替政策報告書のトーンに如何なる変化が見られるかなどに着目したい。仮に新財務長官の下での米国が陰に陽にドル安志向を強めたとしても、その煽りを最も受けそうなのは日本の円ではなく中国の人民元となる可能性と考えるべきだろうか。前頁図に示されるように、2020年のドル安に最も寄与したのは人民元、ユーロ、大きく寄与度を落として日本円だった。

### ～ガイトナー時代の「優雅なる無視」が思い返される～

米国の通貨政策を振り返れば、「強いドル」を唱えつつも、眼前で進むドル安は静観するという局面が繰り返されてきた。こうした「優雅なる無視」と呼ばれる通貨政策の姿勢は、直近では金融危機直後の混乱期(2009年1月～2013年1月)を任期としていたガイトナー元財務長官の時代が思い返される。就任直後から「強いドルを変わらず支持するのは米国の政策であり、今後もこの政



策は継続する(2009年9月、ブルームバーグ)」と発言し、任期中盤にも「私がこの職務に就いている限り、強いドルが米国の利益であるということが常に米国の政策だ。貿易相手国を犠牲にし、経済的な優位性を得るためにドルを下落させる戦略を決して支持しない(2011年4月26日、ロイター)」と念押ししていた。しかし、ガイトナー元財務長官の任期中、ドルの名目実効為替相場(NEER)は▲9.2%下落している。ドル安の瞬間風速が最も大きくなつた2011年ではその下落幅はさらに大きくなり、就任から優に▲10%以上下落していた(図)。発言と相場の現実は正反対だった。

当時のドル安に関しては「金融危機で傷ついた国内経済を支えるためにFRBが未曾有の金融緩和を継続・強化した結果としてドル安になっているのであって、それ自体が目的ではない」、だから通貨政策として「強いドル政策」を口にしていても矛盾しないというのが米国の言い分だった。そして放置されたドル安の結果、「世界最大の対外債権国」であり、当時はまだ大きな貿易黒字を裏付けとする経常黒字を抱えていた日本円が急騰したのである。このようなロジックはリーマンショック以上の震度を誇るコロナショックの直後だけに繰り返される不安は残るが、上述したように、次に通貨高の按分を引き受けるのは政治的な対立相手であり、貿易黒字を抱える中国の人民元になる公算が大きいのではないか。なお、第二次安倍政権発足直後となる2013年1月、アベノミクスの名の下で円安が大きく進み海外から批判の声が出た際、麻生財務相は「(リーマンショック後の円高相場に対し)ひととも文句を言わなかつた。それを円安方向に戻したからと言って批判するのは筋としておかしい」といった旨の反論を展開して話題となつた。これは米国の「優雅なる無視」の裏側で進んだ超円高を知る者として当然の発言だったと言える。

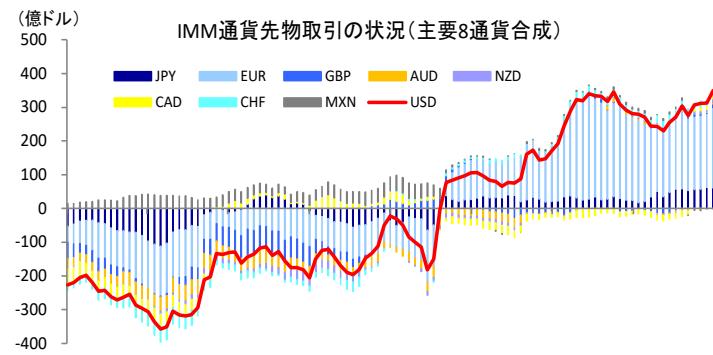
やや話は逸れたが、重要なことは米財務長官は「強いドル」を口にするのが仕事だが、それが為替市場の実勢を規定するとは限らないということである。「強いドル」が望ましいと思っていても、実体経済にとってドル安が望ましければ平然と無視するのが米国である。

## ～2021年の見通しは「2020年からの反発」が重要な要素～

公聴会でイエレン新財務長官が「強いドル」と直接的に口にしなかったことを針小棒大に捉える必要はないかもしれない。ただ、2021年に控える米国債の大量増発、2023年末までは継続されるゼロ金利政策、トランプ支持者も取り込まなければならないバイデン政権の胸中などを踏まえれば、政治・経済的に見てドル安を予想する市場参加者は多いだろう。

だが、忘れてはならないのは2021年と  
は「悲観の極み」だった2020年の翌年であるということである。2021年の見通しは「2020年からの反発」を重要な要素として踏まえないと、方向感を見誤るというのが筆者の基本認識である。現状と3か月後ないし6か月後を比較して実体経済が改善していないと考える向きは少数派であろう。今春以降、成長率や物価を筆頭として実体経済指標は前年比で改善していくはずである。ワクチン接種も拡がっていることだろう。実体経済が改善すればそれに相応しく名目金利も上昇するであろうし、その種の金利上昇ならばFRBも容認すると考えられる。米金利がはつきりと上昇していくことを前提とした場合、昨年まとまった幅で下落したドルは買い戻されるのではないか。足許でIMM通貨先物取引に見るドルの売り持ち高はコロナ禍で最大まで膨らんでいる。これが巻き戻される過程でドル安の底打ちを探るというのが2021年に最もありそうな展開ではないか。

もっとも、それは「2020年からの反発」を基軸とする2021年の相場であって2022年以降のドル高継続を意味するものではない。2022年以降は2013年以降がそうだったように、一進一退を余儀なくされるFRBの正常化プロセスに神経質になりながら、再び経常黒字や対外債権といった「実需」の厚みに注目が集まる相場に戻るのではないか。2022年以降の話はまた別の機会に譲りたい。



(資料)Bloomberg

市場営業部・金融市場部  
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に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.html) [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
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨~ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年~)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方~ヘッドラインに引きずられずに~
2021年1月8日	週末版(早速流れ始めたFRBのフォワードガイダンス~いつも通りの済し崩し~)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅~3つの背景~
2020年12月23日	期待指數に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて~垣間見える「まだ、ドル高」の本音~)
2020年12月17日	FOMCを終えて~約束された「金利差なき世界」~
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?~元、ユーロの存在~
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「中途半端」でユーロ高抑制できず~)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ~長期失業者の増加~
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇~2021年の政策運営に影響必至か?~)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫過減」に触れたECB~やればやるほど意味が薄れるリスク~)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤~日本の政治・経済にとってのリスク~)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率~急落と急騰の先にあるもの~
2020年11月16日	「ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?~
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高~「量」の無力~
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ＆アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて~ラガルド就任、1周年~)
2020年10月29日	ECB政策理事会レビュー~求められる緩和仕草~
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?~ESG全盛の中で~
2020年10月26日	解せないバイデントレード~米金利とドルの逆相関~
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?~年初来の対ドル変化率を振り返って~)
2020年10月22日	続・ブレグジットQ&A~首脳会議で深まった「溝」~
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場~IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大~)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理~バイデントレードに加え金利と需給~
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感想をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8~9日開催分)~露骨なユーロ高けん制の実情~)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A~現状と展望のための6つの論点~
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?~元買い、ペソ買い、株売り~
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて~業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資~)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点~安全資産「金」の薄さ~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB~通貨政策化する金融政策~)
2020年9月17日	FOMCを終えて~日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ~マクロ政策からミクロ政策へ~
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか?~インフレの芽?~
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について~実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」~)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?~米雇用の深手~
2020年9月8日	ECB政策理事会レビュー~ユーロ高けん制に動くか~
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか?~宿泊・飲食の深手~
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②~なぜ円安になったのかを知るべき~
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際~試されるユーロ~
2020年9月1日	アベノミクス総括~「金融政策の無効性」という地味な偉業~
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について~「アベレージ・ターゲット」という現状追認~)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド~株価に運動しない誤算~
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨~PEPP「全部使う」が公式見解~
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて~ほぼ完全に否定された米国版YCC~)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状~PSPPとPEPPの乖離~
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?~「1.20」台復帰を目指して~)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版