

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 9 日)

## 米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～

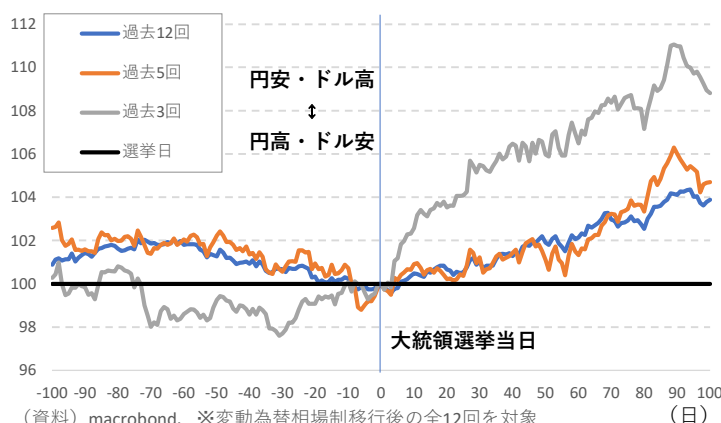
24 年中に円安が再加速する可能性があるとするれば、①FRB の利上げ復帰、②米大統領選挙を受けたドル買い、③日銀の追加の金融緩和など。①や③はハードルが高そうだが、米大統領選挙にまつわる為替市場のアノマリーを踏まえると、②は現実的な円安リスク。過去の米大統領選挙を振り返ると「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向。このような為替変動が起きる理由は定かではないが、「米大統領選挙前は政治的不透明感が大きいので米国からの資金逃避が起きやすい」という指摘は納得感がある。勝利政党がどこであれ相場反応は同じだったのだから、政治的不透明感は相応に関係があったのではないかと。今回に限って言えば、トランプ氏の再選が掛かっているため、「政治的不透明感が大きいので米国から資金を引き揚げておく」という思惑は不思議ではない。もっとも、現在の米政治情勢を踏まえると、どちらが勝利しても進路は保護主義路線で不変なのだろう。それ自体は対米資本流入を想起する展開になる。現時点で確たる議論はできないが、24 年中の最大のリスクであることは確か。

### ～円安リスクとしての米大統領選挙～

現状、『中期為替相場見通し』における 2024 年のメインシナリオは「FRB の利下げに伴い米金利が低下し、円高・ドル安が進む」というオーソドックスな軌道に設定している。だが、先週の本欄でも論じたように、危機時に需要が高まる構造的背景を失ってしまった円はもはや「普通の通貨」であり、能登半島地震という想定外の円安リスクに直面している最中と筆者は整理している。もっとも、これは一時的な円安リスクであり、2024 年に通底する材料とも思えない。仮に、2024 年中の「緩やかな円高」を覆し、さらに円安が進む可能性があるとするれば、①FRB の利上げ復帰、②米大統領選挙を受けたドル買い、③日銀の追加の金融緩和などが考えられる。パウエル FRB 議長が 12 月 FOMC において利下げ可能性を示唆している経緯も踏まえれば、①はあまりにも節操のない話であり、現実的な展開とは思えない。③は①以上にあり得ない話だろう。まさにこれらはリスクシナリオである。

では②をどう考えるか。米大統領選挙にまつわる為替市場のアノマリーを踏まえると、上記の①や③よりも現実的な円安リスクには思える。大統領選挙日前後の 100 日間を対象として値動きを見ると、「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向がある。これは直近の傾向に限らず、米大統領選挙に関し、1976 年以降の全 12 回、2004 年以降の過去 5 回、2012 年以降の過去 3 回、

(選挙日=100) 米大統領選挙前後(※)のドル/円相場



いずれで計算しても類似のイメージが得られる(前頁図)。2024 年は上半期に FRB の政策転換が期待できるのだとすれば、こうした軌道を辿る可能性は尚の事、警戒される。

### ～アノマリーの背景を探る～

なぜ米大統領選挙に絡んでこのような為替変動が起きるのか。事実に基づいた論理的な説明が難しいものの、歴史的に繰り返されてきたパターンを「アノマリー」と呼ぶため、決定的な答えを突き止めるのは難しい(そもそも答えが存在するのかもわからない)。その上で敢えて背景を探るとすれば、「米大統領選挙前は政治的不透明感が大きいので米国からの資金逃避が起きやすい」という指摘は相応に納得感がある。実際、過去の米大統領選挙を通じて「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向が見出せるのだから、勝利政党がどこであれ相場反応は同じだったということになる。そのように考えると、政治的不透明感を理由にした売買という仮説は相応に筋が通る。今回に限って言えば、トランプ氏の再選が掛かっているため、「政治的不透明感が大きいので米国から資金を引き揚げしておく」という思惑は強まってより不思議ではない。

過去の本欄でも論じたように、仮にトランプ候補が無事に出馬を果たし、再選に至った場合、採用される経済政策は対外的には保護主義路線、対内的には拡張財政路線と考えて間違いはない。前者は対米資本流入を促すだろうし、後者は需給ギャップのタイト化を促す。経済・金融分析の観点からはインフレ誘発的な政策運営であり、「米金利低下に応じたドル売り」というコンセンサスが根底から揺らぐことになる。もちろん、本稿執筆時点では現時点ではトランプ氏が立候補資格をそもそも有するののかという点から疑義が生じており、現時点で「トランプ政権下の米国」を前提にシナリオメークすることは気が早過ぎる。しかし、可能性の 1 つとして徐々にウォッチしていくべきと考える。

### ～どっちが勝ってもどの道、保護主義は不変～

もともと、勝利するのが民主党であれ、共和党であれ、米国の経済政策の振り子が大きく保護主義に振れた状態は不変だろう。事実、トランプ政権からバイデン政権に代わっても保護主義路線は何も変わらなかった。バイデン政権が推し進める歳入・歳出法(通称インフレ抑制法、IRA: Inflation Reduction Act)や、CHIPS および科学法(CHIPS プラス法)は保護主義の象徴である。この点、「どちらが勝ってもどうせ保護主義続行」という前提で見ると、為替市場に対しても本質的な影響は小さいように思えるが、トランプ政権になればより形振り構わないアプローチが展開され、ヘッドラインでの騒がれ方も大きくなるということのも事実だろう。為替市場の観点からは、保護主義路線に伴って米国への資本回帰が想像されやすくなる。それ自体はドル高を呼び込みやすい。

一方、トランプ政権となった場合、2016～2020 年の第 1 次政権がそうであったように、ひたすら「弱ドル」を選好するような情報発信が行われる可能性もあり、この点を心配する向き



も多い。だが、トランプ大統領の在任期間中である2016年11月から2020年10月までのドル相場が下落傾向にあったという事実はなく、例えば期間中の名目実効ドル相場の変化率は約+1.8%と上昇している(前頁図)。トランプ在任期間中の殆どが利上げ局面と被っていたため、いくら口先介入してもドル相場を押し下げるには至らなかったという考え方もできる。そうすると今回は、利下げ局面と重なりそうであることから、口先介入が奏功する可能性もある。しかし、在任期間中、トランプ大統領は「強いドル」への選好を口にすることもあり、実際、為替に対する定見はなかったのではないかと筆者は感じている。細かな論点を現時点で追求することに意味はないが、現時点でドル/円相場について言えることは、「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向があったという事実であり、メインシナリオを覆す材料としての米大統領選挙の存在は常に気にしておきたい。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/egson.html> (Archives) [http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/egson\\_backnumber.html](http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/egson_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                |
|-------------|-------------------------------------------|
| 2024年1月5日   | 週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)   |
| 2024年1月4日   | 24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」                 |
| 2023年12月22日 | 週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)  |
| 2023年12月20日 | 日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～                  |
| 2023年12月18日 | 2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～                |
| 2023年12月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)          |
| 2023年12月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)              |
|             | FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～                |
| 2023年12月13日 | 最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～                   |
| 2023年12月12日 | 12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～               |
| 2023年12月11日 | 24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～              |
| 2023年12月8日  | 週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)              |
| 2023年12月7日  | ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～                 |
| 2023年12月6日  | 対内直接投資の胎動と今後への展望                          |
| 2023年12月4日  | 24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～                 |
| 2023年12月1日  | 週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)   |
| 2023年11月28日 | ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望                      |
| 2023年11月24日 | 週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)          |
| 2023年11月21日 | 円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～                  |
| 2023年11月20日 | 過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)                  |
| 2023年11月17日 | 週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)        |
| 2023年11月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)              |
|             | 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか                  |
| 2023年11月14日 | ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか                   |
| 2023年11月13日 | 24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～               |
| 2023年11月10日 | 週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)      |
| 2023年11月9日  | 「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～              |
| 2023年11月2日  | 週末版                                       |
| 2023年10月30日 | 150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～                 |
| 2023年10月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)   |
| 2023年10月26日 | ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～                |
| 2023年10月23日 | サービス収支に透ける製造業の行動変化                        |
| 2023年10月20日 | 週末版                                       |
| 2023年10月19日 | 本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～                |
| 2023年10月18日 | 再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～                     |
| 2023年10月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)               |
| 2023年10月13日 | 週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)          |
| 2023年10月12日 | カネ関連収支でも拡がるサービス赤字                         |
| 2023年10月11日 | 赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引                  |
| 2023年10月10日 | 円安シナリオを延命させる中東リスク                         |
| 2023年10月6日  | 週末版                                       |
| 2023年10月5日  | 「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～                  |
| 2023年10月4日  | 続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～                   |
| 2023年10月3日  | ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について                |
| 2023年10月2日  | インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～                  |
| 2023年9月29日  | 週末版                                       |
| 2023年9月26日  | 円安シナリオを長続きさせる貿易赤字                         |
| 2023年9月25日  | 日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～                   |
| 2023年9月22日  | 週末版                                       |
| 2023年9月21日  | FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～            |
| 2023年9月20日  | 23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～               |
| 2023年9月19日  | 「欧州の病人」は戻って来たのか？                          |
| 2023年9月15日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)      |
| 2023年9月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)               |
| 2023年9月13日  | ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～                 |
| 2023年9月12日  | 日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～                  |
| 2023年9月11日  | 7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～                      |
| 2023年9月8日   | 週末版                                       |
| 2023年9月7日   | 日本の貿易収支が直面する2つの想定外                        |
| 2023年9月6日   | 海外出張で体感した内外価格差について                        |
| 2023年9月4日   | BRICS共通通貨は「いつか来た道」                        |
| 2023年9月1日   | 週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～) |
| 2023年8月30日  | 夏を終えても変わらなかった円の独歩安                        |
| 2023年8月28日  | ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感            |
| 2023年8月25日  | 週末版                                       |
| 2023年8月24日  | ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状                        |
| 2023年8月23日  | なぜ購買力平価は使えなくなっているのか                       |
| 2023年8月22日  | 力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢                        |
| 2023年8月21日  | 「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門                     |
| 2023年8月18日  | 週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)          |
| 2023年8月17日  | 本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～                    |
| 2023年8月15日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)               |
|             | 年初来安値で確認する円の立ち現在地                         |
| 2023年8月14日  | 再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～                  |
| 2023年8月10日  | 週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～) |
| 2023年8月9日   | 緩和と持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～                  |
| 2023年8月8日   | 23年上半年の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～              |
| 2023年8月7日   | マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～               |
| 2023年8月4日   | 週末版                                       |
| 2023年8月2日   | ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派を示唆～              |
| 2023年7月31日  | 日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～                |
| 2023年7月28日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)            |
| 2023年7月27日  | FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～               |
| 2023年7月25日  | 日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー                 |
| 2023年7月21日  | 週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)  |
| 2023年7月20日  | 23年上半年の貿易収支を受けて～構造変化を直視～                  |
| 2023年7月19日  | 残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～            |
| 2023年7月18日  | ICEDルインデックスの100割れをどう読むべきか？                |
| 2023年7月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)               |
|             | 週末版                                       |
| 2023年7月13日  | 実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～               |
| 2023年7月12日  | 円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～                     |
| 2023年7月11日  | 経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～              |