

みずほマーケット・トピック(2024年7月8日)

米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～

米国大統領選挙まで4ヶ月を切った。年初にも議論したテーマだが、ドル/円相場への影響について改めて考察を与えておきたい。両党候補によるテレビ討論会を経て本番を待たずにトランプ氏の勝利が既定路線になったという声が支配的。市場もトランプ氏の再選をメインシナリオに価格形成を進めている。討論会後の米金利急騰と共に伴うドル/円相場の上昇は第二次トランプ政権に対する直感的なイメージに基づいた反応だ。前回のトランプ政権並びに現時点の同氏の言動を踏まえる限り、財政政策は拡張路線、通商政策は保護主義路線、移民政策は制約という組み合わせが予見される。これらを同時に言えば普通、国内のインフレ圧力は高まる。FRBの利下げが難しくなり、高止まりする米金利と共にドル/円相場も10~12ヶ月に円安再起動か。もっとも、「皆がそう思っていることはそうならない」というのが市場の常。例えばブレーン次第で政策運営は変わるかもしれない。トランプ氏は経済政策について定見がなさそうであることから、この展開は確かにあり得る。しかし、メインシナリオとして想定するには頼りない話。

～トランプ再選はひとまず円安・ドル高材料～

米国大統領選挙まで4ヶ月を切った。日本時間6月28日に開催された両党候補によるテレビ討論会は現職であるバイデン米大統領の衰えを露呈するイベントとなり、本番を待たずにトランプ氏の勝利が既定路線になったという声が目立つ。バイデン大統領の悲惨な姿を前に、同氏の出馬撤回、これに伴う代替候補の出現を経て民主党が逆に優勢になるという、半ば冗談なのか本気なのか分からぬ観測まで浮上している。兎にも角にも金融市場はトランプ氏の再選をメインシナリオに価格形成を進めている。討論会後の米金利急騰と共に伴うドル/円相場の上昇は第二次トランプ政権に対する直感的なイメージに基づいた反応だ。前回のトランプ政権並びに現時点の同氏の言動を踏まえる限り、財政政策は拡張路線、通商政策は保護主義路線、移民政策は制約という組み合わせが予見される。これらを同時に言えば普通、国内のインフレ圧力は高まる。

なお、仮にトランプ政権を前提とした場合、為替市場にとって決定的に重要な通貨・金融政策に関して言えば、通貨政策はドル安、金融政策も緩和路線を支持しそうなことは想像に難くない。しかし、そうした思想と共に奔放な発言を重ねた2016~2020年の前政権時代、FRBは利上げを重ねて米金利は上がり、ドルも上昇した。トランプ氏が何を言おうと金融政策が変わらわけで



はないし、通貨政策は結局、金融政策に規定される。いくらトランプ氏がドル安への選好を示しても、実行されそうな政策が軒並みリフレ的な性格を有している以上、そう簡単に通貨・金融政策はハト派方向に動けないと考えるのが基本だ。こうしたトランプ氏の分かりやすいイメージに加え、年初の本欄でも議論したように、そもそも大統領選挙後のドル/円相場は勝利政党にかかわらずドル高・円安に振れやすかったという史実も考慮したい(前頁図)。

こうした状況を踏まえ、「米大統領選挙は円安再起動の契機になる」というのが筆者の年初からの想定である。9月までにFRBが利下げ着手を織り込ませ、ドル安に振れることがあったとしても、「トランプ後の米国経済では追加利下げ困難」という展開が待っているように思える。

～側近人事で政策思想が可変的？～

もっとも、「皆がそう思っていることはそうならない」というのが金融市場の常でもある。2016年11月の時も「万が一、トランプ大統領が当選すればリスクオフムードと共に株は急落し、円相場は急騰する」と言っていた。しかし、実際には当選結果を受けてドル/円相場も株価も急騰した。理由は上述した通り、トランプ政権の経済政策は物価・賃金情勢を押し上げるという側面が意識されたためだった。今回は多くの市場参加者が「トランプ再選でインフレ圧力再燃、よって米金利とドルは上昇」と思い込んでいるだけに、そうならないリスクも気にしたいところである。

現実的に考えて、そのリスクはあるのだろうか。例えばブレーン次第で政策運営は変わるという声はある。常々言っていたことだが、トランプ氏は経済政策について定見があるようないという疑いが強い。筆者が最近話した米大手機関投資家の幹部からは、「トランプ氏は非常に良く話を聞く人」という評を耳にした。まさに「定見が無い」ということだろう。だとすれば、まだ明らかになっていない副大統領や大統領経済諮問委員会(CEA)委員長、財務長官といった側近人事の陣容次第でトランプ政権の方向性も変わり得る。インフレ抑制が急務の米国社会の現状を踏まえれば、トランプ氏の高圧経済的なポリシーミックスを推奨しないブレーンが用意される可能性も無くはない。

とはいえ、何が起きるか分からなかった前回と違って、今回は4年間の執政実績がある。経済実勢はさておき、米国第一主義を掲げるトランプ氏の基本姿勢が大きく変わると考えにくい。その姿勢に沿って側近の人選も進められ、大きな想定外は生じにくいと考えるのが現状では基本だろう。

～前回は利上げ局面、今回は利下げ局面というの決定的な差も～

但し、第一次トランプ政権は利上げ局面での執政だったが、第二次トランプ政権は利下げ局面での執政になる。そもそも前提が違うので前回とは違ったドル相場になるというシンプルな見方もあり得る。トランプ氏の挙動とは無関係に米金利低下とドル安が淡々と進むというのがエコノミストとして一番真っすぐな予想だ。ちなみに在任期間中、トランプ氏は「基本的に私は低金利が好きだ」と会見で述べ注目されたことがあった。これは当時が利上げ局面でトランプ氏の志向とは齟齬があったゆえ、半ばあてつけのような発言であった。だが、今回は利下げ局面であり、むしろ「FRB利下げ→低金利→ドル安」という一点だけを捉えれば、ファンダメンタルズとトランプ氏の政策信条は合致する。通貨・金融政策とトランプ氏の信条が重なればドル安という潮流に繋がるだろう。

しかし、繰り返しになるが、大前提となるFRBの利下げにとってトランプ氏の経済政策運営が最大の障害となりそうなことが一番問題なのである。減税や拡張財政、移民制限などを繰り出す限り、

米国の雇用・賃金情勢は逼迫するしかない。かかる状況下、FRB の利下げが難しくなり「トランプ政権を前提とすればドル高」と考えておくことがメインシナリオで問題ないだろう。

ちなみに、トランプ氏が当選したからと言って急に関税が上がったり、移民が追い出されたりするわけではない以上、雇用・賃金情勢の逼迫は直ぐには到来しないという指摘もある。確かにその通りだが、金融市場は予見可能で最も極端なシナリオを積極的に織り込もうとする。トランプ当選後の米金利が下がりにくく、それがドル相場を支えてしまうというシナリオは既に起きている。市場は事実の真偽は気にせず、今懸念される展開を織り込むものだ。「中期為替相場見通し」でも議論したように、第二次トランプ政権がテーマ化する 10~12 月期以降の円安再起動は引き続きメインシナリオとして想定すべき展開と言える。

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

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_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政は正措勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧洲政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囮まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の对外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まつたのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高は正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か？再燃の入口～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは？資本はアジア、業種は金融・保険業～
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」3ヶ月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闇と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の对外証券投資～渗む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～