

中期為替相場見通し

2017 年 2 月 1 日

みずほ銀行

国際為替部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～「理不尽な円高」を警戒すべき～

米通貨・通商政策について～円は「悪の枢軸」なのか？～	P.3
円相場の基礎的需給環境～対外証券投資にまつわる懸念事項も～	P.6
日銀金融政策の現状と展望～トランプと FTPL の狭間で～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～第二次プラザ合意への警戒必要～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～ドル安相場を受けて堅調へ～

ECB の金融政策運営～窮屈になる緩和環境～	P.15
------------------------	------

【見通しの概要】

国際為替部 チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

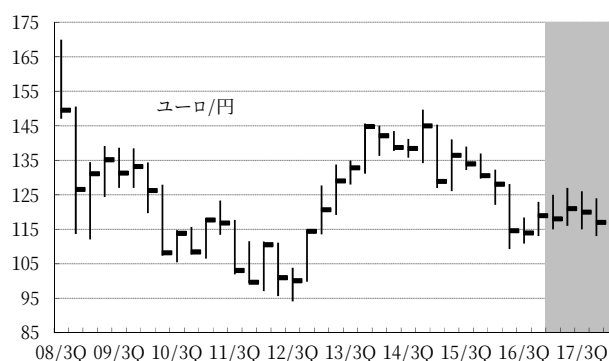
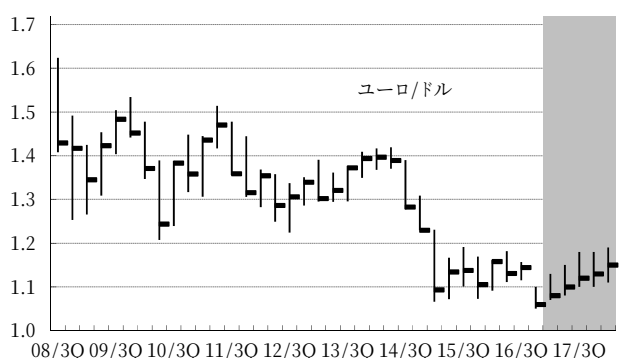
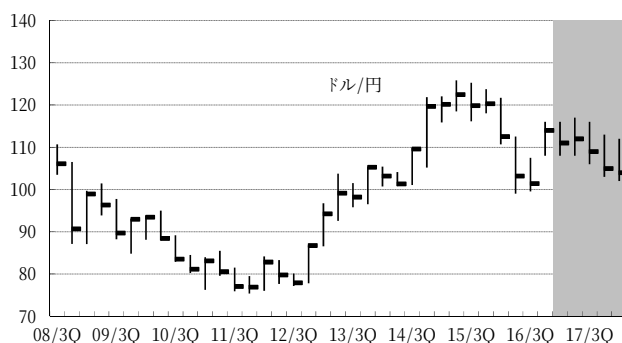
ドル/円相場は、昨年来の本欄で執拗に論じてきた通り、トランプ大統領の下での通貨・通商政策によって上昇が阻まれている。同氏の強烈な保護主義志向と過去 2 年半続くドル高相場は本質的に矛盾しており、持続可能性に疑義を抱いて当然である。そもそもドル相場は歴史的な高水準にあり、自国製造業の保護に異様な執着を見せるトランプ大統領からすればこれを使わない手はないだろう。1 月に散見された大統領を含む新政権閣僚のドル高を嫌気する言動はまだ序の口であり、今後、米経済指標が弱含んでくるようなことがあればより踏み込んだ安値誘導を図るだろう。トランプ大統領にとっては対米貿易黒字が大きい国が「悪」なのであり、その意味で中国、ドイツ、日本、メキシコは「悪の枢軸」である。問題は、現状をつぶさに見ていけば円以外の通貨が急騰する可能性が低そうという事実であり、必然的に優等生である円が割を食いそうに思えてならない。現実問題として実効ドル相場にとって円は大したウエートを備えていないが、そうした正論が入る余地はなさそうである。今後警戒すべきはトランプ大統領の下で進む「理不尽な円高」ではないかと筆者は警戒している。

片や、ユーロ相場もドル高の勢いが失われるに伴い底堅さを増している。本欄では執拗に論じているように、ユーロ圏の誇る世界最大の経常黒字は通貨分析の上で軽視すべきではなく、一方的なユーロ下落は想定しづらい。また、トランプ大統領にとって、巨大な対米貿易黒字を有するドイツひいてはユーロ圏は「悪」であり、できればユーロは対ドルで上昇して欲しい通貨の 1 つである。ゆえに底抜けするようなことはないと思われるが、17 年のユーロには経済・金融分析にとって大きなノイズとなる政治リスクがある。英国の EU 離脱 (Brexit) やトランプ大統領の誕生を経て迎える欧州の「選挙の年」にはリスクを感じざるを得ず、例えば、フランス大統領選挙に関しては極右候補であるルペン氏の優勢が既に報じられるなど予断を許さない状況にある。その他、6 月にフランス、9 月にはドイツで総選挙があるほか、イタリアも年内総選挙が濃厚な情勢と伝えられる。いずれの国も波乱無しを当然視するムードはなく、政治不安がユーロ相場の重石となる展開は不可避とみられる。予測期間後半にはドル相場の反落により堅調を取り戻すと予想するが、地力に相応しい上昇が難しい年になりそうである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2017年 1月(実績)	2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2018年 1～3月期
ドル/円	112.08 ～ 118.60 (113.05)	108 ～ 116 (111)	108 ～ 117 (112)	106 ～ 116 (109)	103 ～ 113 (105)	102 ～ 112 (104)
ユーロ/ドル	1.0340 ～ 1.0812 (1.0790)	1.05 ～ 1.11 (1.06)	1.06 ～ 1.13 (1.08)	1.08 ～ 1.16 (1.10)	1.08 ～ 1.16 (1.11)	1.09 ～ 1.17 (1.13)
ユーロ/円	120.55 ～ 123.71 (122.05)	115 ～ 125 (118)	116 ～ 127 (121)	115 ～ 126 (120)	113 ～ 124 (117)	112 ～ 124 (118)

(注) 1. 実績の欄は2月1日までで、カッコ内は2月1日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～「理不尽な円高」を警戒すべき～

《米通貨・通商政策について～円は「悪の枢軸」なのか？～》

依然、得体の知れないトランプ大統領

いよいよ正式に米国大統領に就任したトランプ氏だが、市場参加者にとっては具体的な政策内容がベールに包まれたままであり、依然得体の知れぬ存在である。だが、為替市場参加者にとって最も重要な通貨・通商政策に限って言えば、新大統領の姿勢は明白だろう。ここまで強烈的な保護主義志向を露わにしている人物が自国通貨高をいつまでも放置するのは誰が見ても不自然である。1月19日に上院で行われた指名承認公聴会でムニューチン次期財務長官候補が長期的にドル高を維持することが重要と述べた一方、短期的な評価について言明を避けたのはドル安志向の強い大統領への配慮である。上司が通貨安を好む以上、部下の発言もこれに制約を受けるのは致し方ない。

1月半ばに米WSJ紙に掲載されたトランプ大統領へのインタビュー記事は、今後の為替相場を占う上で多くの示唆に富むものとして留意しておく必要がある。トランプ大統領は「もちろん、彼ら（中国）は為替操作国である」との認識を明示し、「我々の企業は通貨が強いがために、彼らの企業と競争できない。

（ドル高に）してやられている」とまで述べた。さらに1月26日には、議会の場において、今後展開していく2国間協議では、通貨安誘導を監視する為替条項を盛り込む意向を口にしており、他国の通貨政策に対して積極的な制約を加える意向も見せ始めている。ここまで言い放つ人物が大統領である以上、ドル買いで攻め続けるのは相当勇気が要る。

また、上述のWSJ紙におけるインタビューの中では通貨・通商政策をめぐるトランプ大統領の直情的な危うさも垣間見えた。トランプ大統領は「彼らは人民元が下がっていると言うが、それは下がっているのではない。彼らが意図的にそうしているのだ」と揶揄している。だが、これは完全に事実誤認である。少なくとも2015年夏以降の中国は意図的に通貨安誘導を行っているわけではなく、むしろその下落スピードの抑制に躍起になっている。過去2年半で約1兆ドルも減少した外貨準備はその証左であり、そうした通貨政策の結果として中国経済が軟着陸できるか否かが真の注目点だ。

つまり、中国はどちらかと言えば通貨高方向の調整に腐心しており、トランプ大統領からすれば評価に値する政策運営とさえ言えそうなものだが、正しい現状理解がされないまま批判が展開されている。

新大統領が名指しする「悪の枢軸」4通貨

こうした「通貨・通商政策をめぐる直情的な危うさ」の矛先は中国に限定されたものではない。これまでの言動を見る限り、トランプ大統領の通貨・通商政策の評価軸は「対米貿易黒字の大きさ」だ。今後は米国に対し多くの黒字を稼ぐ国が「悪」のレッテルを貼られそうであり、その枢軸のごとく名指しされているのが黒字額の大きい順に中国、日本、メキシコである。もちろん、貿易黒字は収益ではないし、貿易赤字も損失ではない。ゆえに赤字だから悪いという話では全くない。だが、そもそも理屈が通じる相手ではないのは周知の通りであり、そうした正論はここでは脇に置く。

なお、対米貿易黒字の大きさが「悪」だと言うのなら、中国の次にはドイツが入るべきである。トランプ大統領とメルケル独首相の相性の悪さを踏まえれば、近い将来、ドイツの対米貿易黒字の大きさをめぐる対立が注目される局面は来るだろう。既にトランプ大統領は「EUはドイツのための乗り物」と反EUスタンスを隠しておらず、ドイツと友好的な関係を築く姿は想像し難い。また、ユーロ圏という単位で見れば、対米貿易黒字はドイツの倍近くまで膨れ上がるため、米中貿易摩擦と同じくらい、欧米

貿易摩擦はトランプ政権下で有力なテーマとなりそうである。

ちなみに、米財務省の為替政策報告書では、1).対米貿易黒字が年 200 億ドル超、2).経常黒字が名目国内総生産（GDP）比+3%超、3).年間の純外貨購入（外貨買い・自国通貨売り介入）が名目 GDP 比 2%超、という 3 項目の判断基準が設けられ、2 項目抵触で監視リスト、3 項目抵触で為替操作国という立て付けになっている。だが、トランプ大統領の関心はもっぱら 1 番目であるため、この在り方も少し変わってくるのかもしれない。例えば現在、日本とおおむね同額の対米貿易黒字を稼ぐメキシコは新たに監視リスト（あるいは、それに類する措置）の対象になってくる可能性がある。また、中国は昨年 10 月時点で 1 番目のみしか抵触しておらず、監視リストから除外される可能性が指摘されていたが、その圧倒的な対米貿易黒字の大きさやこれに対するトランプ大統領の言動を見る限り、やはり監視リストに居残るだろう。そもそも為替操作国かどうか争点になっている状況で中国に対する通貨政策の手綱が緩むことは考えにくい。いずれにせよ、今年 4 月公表の為替政策報告書は例年に増して重要な材料になろう。

円は「優等生」だからこそ安心できない

普通に考えれば、トランプ政権の通商政策で目の敵にされそうな中国、ドイツ、日本、メキシコの通貨は対ドルで下落しにくい通貨となる。ちなみに、ドルの名目実効為替相場を見た場合、最も大きなウェートを占めるのが中国（21.7%）で、これにユーロ圏（16.6%）、カナダ（12.9%）、メキシコ（12.5%）、そして少し離れて日本（8.0%）が続く。つまり、「悪の枢軸」のごとく名指しされた（もしくはされそうな）国がドルの実効相場において強い影響を持つのである。具体的には 2014 年 1 月以降の約 2 年半でドルの名目実効相場は+24.3%上昇しているが、これに対する寄与度が最も大きいのがメキシコペソ

14年1月～16年12月のドルの名目実効為替相場（NEER）

国名	シェア	14年1～16年12月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-12.8	2.8
ユーロ圏	16.6	-23.5	3.9
カナダ	12.9	-21.0	2.7
メキシコ	12.5	-37.1	4.6
日本	8.0	-10.0	0.8
韓国	3.6	-12.6	0.5
台湾	2.2	-7.5	0.2
スイス	1.5	-12.4	0.2
英国	3.1	-25.5	0.8
その他(残差)	39.6	-	7.9
14年1月～16年12月のNEER	-	24.3	24.3

（資料）BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は13年12月31日～16年12月30日

の+4.6%ポイントであり、次にユーロの+3.9%ポイント、人民元の+2.8%ポイントが続く。この 3 通貨だけで過去 2 年半のドル高の半分を説明できる。トランプ大統領の経済政策（トランプノミクス）をかつてのレーガン大統領の経済政策（レーガノミクス）と重ね合わせ、その結末として第 2 次プラザ合意的な動きを予見する向きは少なくないが、その場合、標的となり得る通貨はユーロや円だけではなく、メキシコペソや人民元を意図的に巻き込んだ枠組みになるだろうし、そうならなければ意味がない。

他方、円は、前述した通り、ドルの名目実効相場に占める割合は比較的小さく、ドル高への寄与という意味でも他の 3 通貨とは比較にならないほど小さい（上述した例ではわずか+0.8%ポイントだ）。正直、これらと比較されるのは腑（ふ）に落ちない。しかし、繰り返しになるが、トランプ大統領に正論が通用する雰囲気はない。ドル相場における円の影響力が微小なものであるとしても、「対米黒字は許せないから、円高」という単純な論法でドル/円相場が押し下げられる展開は十分考えられる。

また、名指しされた国の通貨の中で円はそもそも優等生であり、円高圧力も高まりやすい。苛烈な資本流出に悩む人民元やトランプノミクスによって実体経済の勢いが削がれているメキシコペソはファンダメンタルズに照らせば通貨安になる道理がある。ユーロに関しても、世界最大の経常黒字が支えになり

そうとはいえ、2017 年は慢性的に政治リスクが重石とならざるを得まい。これに対し、政治リスクが低く、実体経済は堅調、大きな経常黒字を稼ぎ、世界最大の対外純資産を保持し、低めの物価水準を維持している円の磐石さは際立つ。名指しされる 4 通貨の中で対米貿易黒字が特に大きいわけでもなく、実効相場におけるウェイトも最小なのだが、そうした諸要因に鑑みれば、トランプノミクスの下で「理不尽な円高」が盛り上がる展開にはやはり警戒が必要と考えられる。

調整は数量か価格か、もしくはその両方か

なお、新政権の実質的な初日となった 1 月 23 日、トランプ米大統領は企業経営者との会談の場で日本の自動車貿易を「不公平」と名指しで批判している。米自動車産業から日本への「口撃」ならまだしも、大統領本人から特定国の特定産業に向けて批判が出るのは異例の動きである。タイミングの良い（日本にとっては悪い）ことに、同発言から程なくして発表された 2016 年通年の貿易収支は+4 兆 741 億円と 6 年ぶりの黒字に達したことが分かった。今後、日米の貿易収支は為替相場を左右しかねない、古くて新しい経済統計となってくる可能性が高く、その

動向には強い注意が必要である。各種言動からも明らかなように、トランプ大統領の対日政策観は日米貿易摩擦が激化した 1980～90 年代で止まっている。表にも示されるように、国内大手自動車会社 3 社を例に取っても、海外生産比率の方が高く、しかもその中心は北米である。米国への輸出攻勢で雇用を収奪しているという主張は実態と沿わない部分が大きいと言わざるを得ない。だが、人民元の下落を必死になって防いでいる中国を指差して「(通貨安を希求する) 為替操作国だ」と述べているのと同様、トランプ大統領の思い込みは簡単には修正されそうにない。冒頭でも述べたように、トランプ大統領の通商政策の評価軸は「対米貿易黒字が大きいのか、小さいか」に尽きる。その背景にどのような事情があろうと、対米貿易黒字を米国からの雇用収奪と読み替える以上、中国、ドイツ、日本、メキシコといった国々はトランプ大統領にとっての「悪の枢軸」と位置づけられる恐れが強い。

日本側の意図に拘らず対米貿易黒字の削減が進められていくのだとすると、今後想定すべき展開はある程度絞られてくる。貿易収支の調整経路は①数量か②価格の 2 つしかない（むろん、両方でも良い）。過去を振り返れば、日米自動車交渉の最中、1981 年に日本が行った輸出自主規制は典型的な①に類する動きであり、1985 年のプラザ合意は為替を通じた②に類する動きである。現在に目をやれば、トランプ大

(総生産台数比率、%)

	トヨタ	日産	ホンダ	合計
国内生産台数	46.4	16.3	16.1	30.2
海外生産台数	53.6	83.7	83.9	69.8
北米	23.0	35.1	40.6	30.9
米国	16.0	18.0	27.3	19.4
メキシコ	-	15.5	5.6	-
カナダ	7.0	-	-	-
その他海外	30.6	48.6	43.4	38.9

- (注) 1. トヨタのカナダにおける生産台数は2016年の値。
 2. 日産の米国、メキシコにおける生産台数は2014年度の値。
 3. ホンダのメキシコにおける生産台数は生産能力からの推計値。
 4. その他は2016年3月期の値。“-”は取得できなかった値。

(資料) 各社決算資料、各種報道

(73年=100)

ドルインデックスの推移



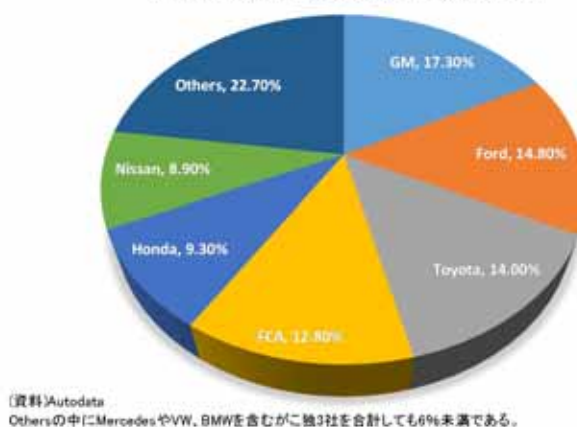
(資料) Bloomberg

統領が就任前後から米国内での生産を強要しようとしている動きは①に、海外での生産に罰金をかける可能性を示唆したり、ドル高に不満をもらしたりしている行為は②に類する動きと考えられる。長引く政府間交渉が必要な①に比べれば、最も手っ取り早いのは為替相場に対して口先介入して②の調整経路に働きかけることであろう。そもそもトランプ大統領にしてみれば、就任時点からドル相場は高値でスタートしているのだから（前頁図）、この事実を使わない手はないだろう。少なくとも国外の民間企業経営に介入するよりはよほど真つ当な一手とも言える。

「理不尽な円高」への懸念強まる

既に述べているように、今後のテーマは「理不尽な円高」である。対米貿易黒字の絶対額で見ればドイツの+711億ドルに対して日本は+676億ドルと下回っている。ちなみにユーロ圏で見れば+1305億ドルと黒字額はさらに膨らむ（数字は昨年10月時点の米財務省の為替政策報告書に掲載された「監視リスト」を参照）。米国市場の自動車販売におけるシェア割合を考えれば「欧州よりも日本」というのがトランプ大統領の発想なのかもしれない（図）。しかし、自国の均衡財政に執着する結果として内需の刺激には及び腰である一方、周縁国の地力の弱さをもって「永遠の割安通貨」で輸出を加速させるドイツの立ち振る舞いには言及せず、日本を指弾し続けるのはやはり理不尽との思いを抱かざるを得ない。1月11日の記者会見、14日付のWSJ紙におけるインタビュー、20日の就任演説そして23日の経営者との会合など、情報発信が行われる度に「理不尽な円高」の確度は高まっているように思えてならない。

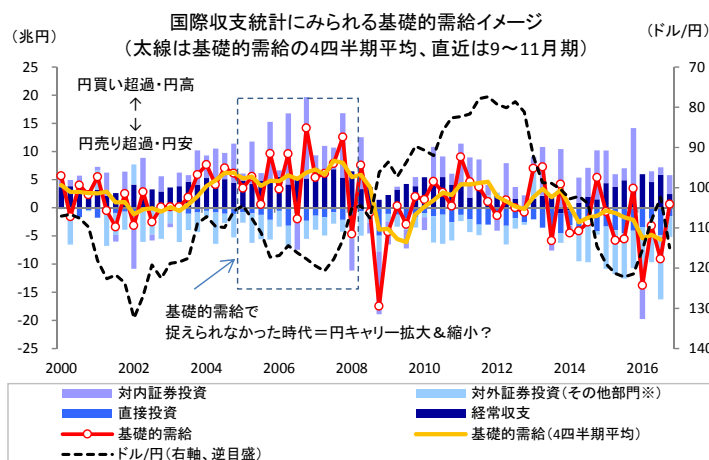
米国新車販売台数(2016年1～12月累計)



《円相場の基礎的需給環境～対外証券投資にまつわる懸念事項も～》

引き続き円売り超過の状況は変わらず

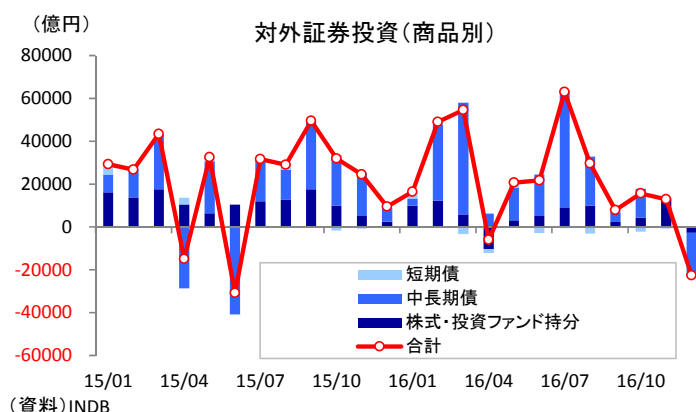
円相場の需給環境に関しては引き続き円売り超過の地合いが続いているが、注意したい兆候もあるため、ここで整理しておきたい。まず、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）を見ると、2016年1～11月分までの基礎的需給の合計は約▲25.4兆円の円売り超過となる。これは2015年通年の約▲12兆円の倍以上の規模である。引き続き、本邦機関投資家を中心とする対外証券投資にけん引された円売りであり、趨勢的に拡大している日米金融政策格差に応じた動きと考えて良いだろう。常々述べているように、円高見通しを主張す



る際、こうした機関投資家を筆頭とする「日本人の円売り（外貨買い）」はやはり非常に大きなリスクではある。日銀によるイールド・カーブ・コントロール（YCC）の下で半ば人為的に日米金利差が拡大していることもあって、対外証券投資における円売りが円高をどれだけ食い止められるかは、見通し作成上、注目の論点である。

対外証券投資にまつわる 2 つの懸念事項

だが、「対外証券投資の加速→円安」という経路に関しては 2 点、気にしておきたい論点もある。まず、直近では対外証券投資はむしろ減速している（図）。財務省の「対外及び対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」を見ると、米金利が急騰した 12 月の対外証券投資は▲2 兆 2652 億円と約 8 か月ぶりの売り越しとなっており、規模としても 2015 年 6 月以来の大きさを記録している



る。商品別に内訳を見ると、株式・投資ファンド持ち分が▲2733 億円、中長期債が▲1 兆 8571 億円、短期債が▲1348 億円と全てで売り越されている。こうした動きの背景には米金利急騰を受けてポートフォリオが毀損し、リスク許容度が悪化した投資家が多かったことなどが考えられる。投資家に限らず事業法人も同様の事情が推測されるが、相場の急変動に伴って機動的にポジションを動かさない主体は多く、11～12 月は為替相場と実際の資本フローの動きに齟齬があったと言える。

仮に、米金利上昇が今後、円売り・外貨買いを加速させるとしたら、新年度以降も従前のトランプラリーが安定的に持続していることが条件だろう。だが、これまでのトランプ大統領の言動を見る限り、そうした条件は容易に成立しないように思える。ちなみに投資家はトランプラリーが続けば円売り・外貨買いを決断しやすくなると思われるが、輸出企業は新年度以降の想定為替レートが現状以上の円安に設定されることでドル売り・円買いに踏み切りやすくなることが予想される。こうした動き自体は円安を抑制する要因である。

もう 1 つ気がかりなことは、会見から滲み出るトランプ大統領の対米貿易黒字への憎悪にも似た感情を踏まえる限り、対ドルでの円安誘導と取られかねない政策には相当気を遣う必要が出てくるということである。この点、為替介入は元より、YCC の下でのゼロ%ペッグがどう解釈されるかは注目したい。前月の本欄でも議論したように、11 月以降の米金利上昇に最も大きく反応したのが円である以上、日米金利差拡大の源泉となっている YCC が見方によっては「実質的な為替介入」と批判される可能性はある。そもそも中国や日本を名指しておきながら世界最大の経常黒字国であるドイツ（対米貿易黒字額としても中国に次ぐ 2 位）をスルーするという事実認識の甘さをもってすれば、そのような直情的な批判は十分予想される。もしくは FRB に YCC の真似事を強いるような圧力を掛ける可能性もゼロではないだろう。いずれにせよドル高がトランプ大統領の通商政策にとって邪魔であることは間違いない。

《日銀金融政策の現状と展望～トランプと FTPL の狭間で～》

予想通りの現状維持

1 月 30 日から 31 日に開催された日銀金融政策決定会合は、市場予想通り、金融緩和の現状維持を賛成多数で決定した。引き続き、長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE）の下、短期の政策金利を▲0.1%、10 年金利をゼロ%程度にペッグする現状の金融市場の調節を続けることになる。注目された金利操作のための国債買い入れ方針に関しても「保有残高が年 80 兆円増加するペース」との表記が据え置かれ、一部で予想された 80 兆円の修正もしくは撤廃は行われなかった。なお、国債以外の資産購入に関しても、上場投資信託（ETF）を年 6 兆円増、不動産投資信託（REIT）を年 900 億円増のペースで継続することが決定している。

昨年 10 月以降の評価を引き継いだ格好

トランプ大統領の過剰とも言える保護主義政策が露わになるに連れて市場にも動揺が見られ始めているものの、ドル/円相場は 110 円以上で安定し、日経平均株価も 19000 円前後を維持している。消費者物価指数（CPI）も今年秋には生鮮食品を除くコアベースで前年比+1%台に到達すると見られる中、目標とする+2%に達する時期も従前の「2018 年度ごろ」で据え置かれており、政策変更を焦る状況ではなかったと言える。同時に公表された新たな「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、実質 GDP 成長率に関し、2016 年度が前年比 +1.4%、2017 年度が同+1.5%、2018 年度が同+1.1%となり、いずれも前回 10 月分からやや上方修正されている。GDP

日銀政策委員の大勢見通し

（前年度比、%）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2016年度	1.2～1.5 <1.4>	-0.2～-0.1 <-0.2>
10月時点の見通し	0.8～1.0 <1.0>	-0.3～-0.1 <-0.1>
2017年度	1.3～1.6 <1.5>	0.8～1.6 <1.5>
10月時点の見通し	1.0～1.5 <1.3>	0.6～1.6 <1.5>
2018年度	1.0～1.2 <1.1>	0.9～1.9 <1.7>
10月時点の見通し	0.8～1.0 <0.9>	0.9～1.9 <1.7>

（注）<>内は政策委員見通しの中央値。（資料）日本銀行

に関しては、統計の基準改定のほか、「海外経済の上振れや為替相場の円安方向への動き」が上方修正要因として指摘されている。片や、コア CPI は 2016 年度こそ同▲0.2%と前回から下方修正されたものの、2017 年度は同+1.5%、2018 年度は同+1.7%に据え置かれている。物価に関しては「弱含みの局面が続いている」とのやや弱めの表現が見られているものの、先行きに関しては「2%程度に向けて次第に収れんしていく」との表現に落ち着いている。総じて前回 10 月分の評価を引き継いだ格好であり、敢えて言えば、トランプ大統領誕生に伴う円安が实体经济の押上げに繋がったと言えそうである。

誤解を招きかねない政策運営の危うさ

今回は無難に乗り切ったが、難題は山積している。特に、本欄では繰り返し論じているように、今後の日銀をウォッチする上でのポイントは如何にトランプ政権の「虎の尾」を踏まずに済むかという点にある。周知の通り、トランプ大統領は今後の二国間で行われる通商交渉に関しては「通貨安誘導に対し極めて極めて強い制限を導入していく」と述べ、他国の通貨政策に介入する意欲を隠していない。G7/G20 での暗黙の了解は「自国経済の安定を目的として講じた金融緩和による通貨安は不可抗力」といったものだ

が、トランプ大統領がこうした正論を許容するかは定かではない。1月31日にホワイトハウスで行われた製薬会社幹部との会合でも「中国や日本が市場で何年も通貨安誘導を繰り返し、米国はばかを見ている」と述べた上で、「他国は資金供給（money supply）と通貨安誘導で有利な立場にある」などと為替相場に不満を漏らしている。後者の発言の真意は分からないが、恐らくは金融緩和を指しての発言なのだろう。為替介入は元より、金融緩和の結果として生じた通貨安がどのような意図をもってトランプ政権に受け止められるかは相当に怪しいものがある。

この点、最近の日銀の挙動は不安を覚える部分もある。昨年9月の総括的検証により長短金利操作付きQQEに衣替えて以降、日銀は巧く表舞台から消えた印象が強く、金融市場（特に為替市場）からの執拗な緩和催促も見られなくなった。だが、1月を振り返れば、当然視されたオペが見送られて円高になり、その翌日にはオペが増額されて円安になった。時間的には一瞬の出来事ではあったものの、こうして為替市場で目立つことは現状、避けた方が無難である。むしろ、日銀からすれば、適切な金利操作の結果としてオペが増減しているだけという説明だろう。だが、日銀も本音では為替市場が過剰な円高に振れることを恐れているはずであり、「市場が黒と言えれば黒になり、白と言えれば白になる」という非情な事実を認識すべきかと思われる。現に、日銀のオペ如何によってドル/円相場は上下しており、これが目立ち過ぎると「虎の尾」を踏んでしまう可能性がある。

今後、米国経済を取り巻く環境が芳しくないものになり、保護主義のコストが無視し得ないものになってくると、トランプ大統領は消去法的にドル相場の低め誘導に腐心してくる可能性が高い。現状ではそのような想定は尚早だが、ゼロ%を目処とする金利調整に関しては柔軟性が認められている以上、トランプ大統領の溜飲を下げるために長期金利のペッグ水準引き上げを検討する羽目になる可能性もシナリオとしてはなくはない。元より甚だしい収益性の劣化を背景としてイーールド・カーブのスティープ化が金融業界から切望されている状況も加味すれば尚のこと、その思いは強まる。

トランプ大統領と FTPL の狭間で

ところで、昨年春頃にはバーナンキ元FRB議長の来日に合わせて市場がヘリコプターマネー議論を囃し立て、俄かに円安が進むということがあった。今年に入ってからノーベル賞経済学者であるシムズ・プリンストン大学教授の来日に合わせ「物価水準の財政理論（FTPL：Fiscal Theory of Price Level）」が同様に注目されている。FTPLの詳しい解説はここでは避けるが、金融政策の限界を認識した上で、財政拡張による物価上昇の効果を肯定的に主張するものである²。FTPLの是非を本欄で問うつもりはないが、物価上昇を目標とした場合、その手段として金融政策ではなく財政政策に着目しようという流れがノーベル経済学賞受賞者により裏付けされ、しかもそれを安倍首相の経済政策面での助言役とされる浜田宏一・イェール大学教授が肯定することで同理論が殊更注目を浴びている現状は確かにある。斯かる状況下、FTPLが政治的な支持を得るのだとすれば、消費増税を含む財政健全化路線は棚上げとなる可能性もある。そのような展開を前提とした場合、日銀は（暗に国債消化を目的として）緩和を続けざるを得ない状況に陥るだろう。

¹ 中国やメキシコ、日本に対して高関税をかけるなどの措置を執行するにしても、極まっていけば必ず相手国から同様の報復に遭う。米国は中国で多くの雇用者を抱えており、メキシコ向けの輸出も大きい。また、日本は米国内で既に大きな雇用を生み出しており、これを撤収した時のダメージも小さくはない。

² だが、FTPLにおいてシムズ教授はQEのような政策は中央銀行の被る潜在的な損失が大きいため、その点に絡めて財政面での影響を考慮する必要があるとも述べている。この点を考慮しないでQE拡大に腐心すると無意味にリスクが拡大するため、物価を上昇させたいのであれば拡張財政の方が効果的という話になる。

トランプ大統領対策として引き締めの対応に迫られるのか、FTPL に則って緩和を継続するのか。どちらの「旬」な材料が日銀の政策運営を規定するのか注目されるが、現実的には露骨に FTPL を振りかざすような事態は考えにくい。やはり目先の相場においては日銀が如何にトランプ大統領の「虎の尾」を踏まずに事態を乗り切るかが重要になってくると思われ、為替市場からはこれに伴う日銀の円高防衛力低下に注目したい。

《メインシナリオへのリスク点検～第二次プラザ合意への警戒必要～》

世界は簡単には変わらない

11 月以降、筆者は金利上昇、ドル高、株高に彩られたトランプラリーとも言えるべき相場展開に関し、「トレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」よりも「トレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」が重要と強調してきた。大統領選挙以前は、米国(に限らずあらゆる先進国)の中立金利(≒潜在成長率)低下が 1 つのテーマとなってきたはずであり、そうした状況では連続的な利上げとドル高の際限のないループを想定するのは無理があるという考え方が支配的だった。確かに、トランプ大統領誕生は大きな出来事だが、米国の潜在成長率がジャンプアップするほどの確信を抱く必要はない。市場では「ゲームのルールが変わった」とか「世界が変わった」とかいったようなフレーズを安易に使う向きが目立つものの、簡単に世界は変わらないというのが筆者の立場である。

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・？

		リスク要因	備考	方向感
世界	①	第二次プラザ合意	・国際協調によるドル高是正へ	円高ドル安
	②	FRB 正常化の継続	・年3回利上げ、B/S縮小までを議論へ	円安ドル高
米国	③	トランプ大統領の財政政策	・「インフラ投資→物価高→利上げ→ドル高」の循環を加速。HIA導入	円安ドル高
	④	トランプ大統領の経済(通貨)政策	・ドル高を許容せず、露骨な通貨高けん制 ・金利高&ドル高を抑制するために財政抑制	円高ドル安
日本	⑤	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体→オープン拡大へ?	円安ドル高
	⑥	当局による円高抑制	・日銀による連続的なマイナス金利幅拡大 ・円売りドル買い介入の実施(もしくは噂)	円安ドル高
欧州	⑦	欧州関連懸念	・フランス大統領選挙(ルペンシナリオ) ・メルケル敗北	円高ドル安

(資料)筆者作成

少なくとも、当選後に示されているトランプ大統領の内向き志向を見る限り、米経済ひいては世界経済が持続的な成長に向かう姿は描きづらい。例えば大統領選挙後に米 10 年金利は約+100 ベーシスポイント上昇し、これに連れてドルインデックスも+5%以上上昇した。拡張財政(に対する期待)の副作用として生じたこれらの動きは、多かれ少なかれ、1～3 月期の米経済に後ろ向きの影響を与えるはずである。住宅などの不動産や自動車などの耐久消費財に対する消費・投資意欲は金利感応的なものであり、しかも景気を左右しかねない。現段階では、これらに対する芳しくない影響が露わになるであろう 4～6 月期以降、円高・ドル安基調に収斂していくというのが筆者のメインシナリオである。

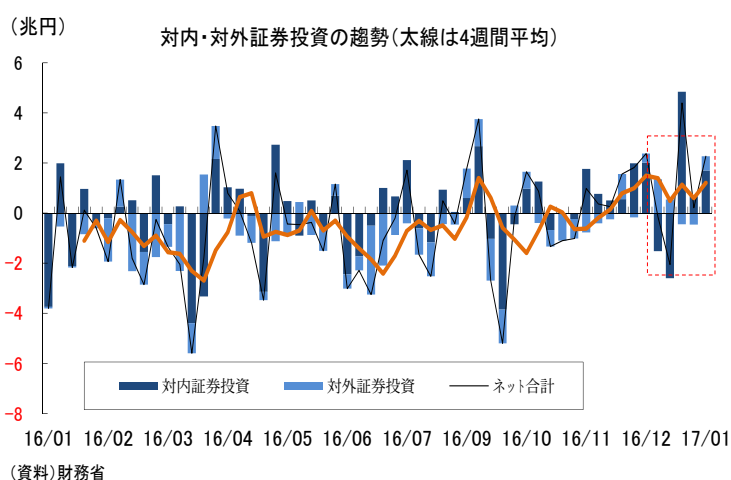
しかし、シナリオには当然、リスクも付き物である。以下では現段階で予想されるメインシナリオに対し、上下双方のリスクを整理しておきたい。これをまとめたものが表であり、色付けしたものが円高リスク、それ以外が円安リスクである。

円安リスク：FRB の正常化プロセス次第だが・・・

まず、円安リスクから整理しておきたい。今後 1 年をかけて 100 円付近へ回帰するというメインシナリオにとって、最大の円安リスクは②FRB 正常化の継続と③トランプ大統領の財政政策に他ならない。実際のところ、③が市場期待以上に効果をあげれば、結果として②にも繋がるだろう。筆者は 2017 年の

FRB も年 1 回程度の利上げしか実現できないと考えているが、依然ベールに包まれているトランプ政権下での財政政策が市場期待を凌駕するほど大型のものであった場合、米金利は急騰、インフレ期待も噴き上がる中で、ドル相場が騰勢を強める可能性はある。さらに、かつてブッシュ政権の下で実施された本国投資法（HIA）が再現されるようなことがあれば、ドル相場はさらに押し上げられることになる。こうした場合は本欄で想定している予想レンジを大きく上抜け、125 円付近を窺う展開になっても不思議ではない。むしろ、筆者はそうした動きは異常と考え、戻り売りを推奨する立場だが、NY ダウ平均株価が史上最高値圏で推移する動きを見るにつけ、米実体経済の地力が意外に強いというアップサイドリスクもゼロとは言えない。とはいえ、既に歴史的な高水準に至っているドル相場を前に FRB が連続的な利上げを敢行するには相当な実体経済の強さが必要である。景気拡大局面が歴史的長期に差し掛かる中、そこまでの期待を抱く勇氣はやはり持てない。

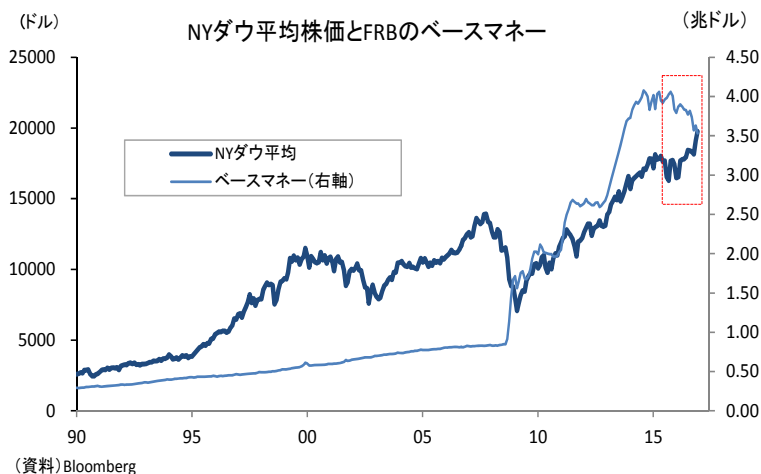
その他の円安リスクとしては本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクも警戒される（⑤のリスク）。円金利が日銀によるイールドカーブコントロール（YCC）により人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスに伴って上昇するのであれば、日米金利差は拡大の一途を辿るしかなく、本邦から海外への対外証券投資環境は改善する。基本的にドル/円相場が本邦主導で動くことは稀だが、そうした経路をもって円安が進むことはあり得る。しかし、米 10 年金利が 2.60% を突破して加速した昨年 12 月以降の対外証券投資の状況を見ると、むしろ売り越しが目立っている（図）。これは米金利急騰を受けてリスク許容度が毀損された本邦投資家が多いからではないかと推測される。また、新年度を待たない限り、機動的な運用方針の変更にも至らないという投資家も多いだろう。さらに言えば、今後、日米金利差拡大に乗じて対外証券投資が加速し、その結果として円安が進んだ場合、米国がそれを容認し続けるかという論点もある。ゼロ%ペッグの結果として実現される日米金利差拡大、その結果として実現される円安・ドル高を指差して「実質的な為替介入」などと批判する可能性は今のトランプ大統領の勢いを見ていると如何にもありそうに思えてくる。後述するように、トランプ大統領は他国による通貨安誘導を厳格に監視する姿勢を明確に打ち出している。むしろ日銀の政策が放置される可能性の方が低いのではないだろうか。



円高リスク：米財務省のドル高警戒は強まるばかり

片や、本欄が想定する以上の円高リスクもある。以上見たように、トランプ大統領の財政政策は円安リスクでもあるが、同時に強烈な円高リスクにもなり得る（④のリスク）。そもそも 11 月以降に米金利が上昇しているのは巨額の財政出動を当て込んだものであって、これが期待外れの内容となれば米金利は低下し、円の急騰は不可避と考えられる。また、FRB の正常化プロセスが進む最中であっても株価が崩れていないのは財政出動への期待も映じたものだろう。金融引き締めが露わになっている状況下、経験則

に倣えば、株価は下押しを想定するのが自然に思われる（図）。財政出動の内容如何によっては米株も米金利も、そしてこれに付随してきたドルも調整は必至と思われる。また、財政政策に限らず、通貨・通商政策まで視野を拡げればやはりトランプ政権への不安は強い。もはやこれまでの言動を振り返る限り、トランプ大統領に一方的なドル高相場を容認する度量があるとは思えない。公約通り、環太平洋経済連携協定（TPP）離脱の意思表示は既



に行われており、北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉やメキシコ国境の壁建設にも前向きな姿勢が窺える。また、製造業に関しては国内企業であろうと、国外企業であろうと、米国内で生産させる方針に異様な執着を見せている。さらに通商交渉に関しては「通貨安誘導に対し極めて極めて強い制限を導入していく」方針を表明している。今後展開していく2国間協議の中では、通貨安誘導を監視する為替条項を盛り込む意向を口にしており、いよいよ他国の通貨政策を縛るような可能性にも言及し始めている。こうした徹底的な保護主義姿勢と整合的な為替相場は言うまでもなくドル安であり、同氏の本音がどれだけ露骨に飛び出してくるかが為替相場にとって最大の注目材料となり続けるだろう。1月には米紙におけるインタビューの中でトランプ大統領がドル高を忌避するかのような発言を行い、相場の巻き戻しの契機となった。当該発言は対中批判の一環として示されたものであったが、これが対日批判と絡めて言及された場合、元よりファンダメンタルズが磐石な円はひとたまりも無いだろう。財政政策と違い通貨・通商政策は大統領権限で迅速な意思決定が可能であることを踏まえれば、史上類を見ない「為替に言及する大統領」として円高をけん引する恐れもある。

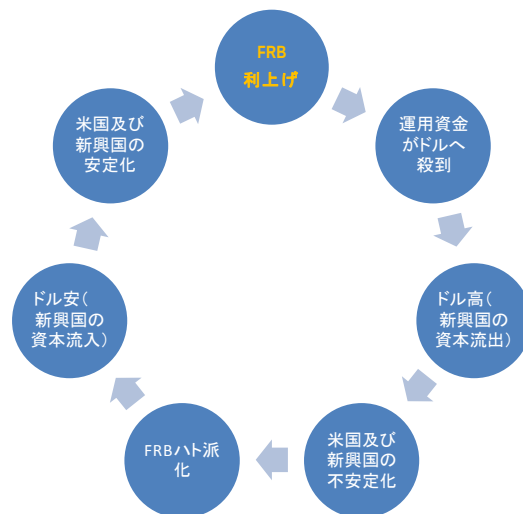
また、大統領の口から直接けん制が行われなくとも、米財務省ないし米財務長官からの情報発信にも要注意である。今年3月17～18日にはドイツのバーデン＝バーデンで20か国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）が開催される。昨年を振り返ればG20の場でルー米財務長官と麻生財務大臣の舌戦がクローズアップされることがあった。米国の通貨・通商政策への注目が殊更高まっている現状を踏まえれば、そのような動きに相場は神経質に反応するだろう。また、4月中旬に公表予定の為替政策報告書は当然、ドル高けん制の有無が極めて大きな注目を集めるはずである。同報告書は今年10月の公表時点でも、日本に向けた記述が相応に厳しいものとなっており、全体としても「監視リスト」に1か国（スイス）が加えられる動きが見られた。今年に入ってからドル相場の騰勢は幾分落ち着きを見せているものの、米財務省の通貨高警戒が高まることはあっても緩まることはないと考えるのが自然だろう。

世界がリベラルな政策から距離を取り、ナショナリズムの度を強めようとしている中、何かにつけて「America First(アメリカ第一主義)」の世界観に固執するトランプ大統領が世界の通貨高の按分を全て引き受けてくれるだろうか。同氏の気質を考えれば、それは全く考えにくい。

第二次プラザ合意の可能性は・・・

ちなみに、過去の本欄では FRB が利上げをしようとしても、これに付随するドル高や新興国市場の混乱などに足を取られて利上げが封じられてしまうという「ドル高の罠」という論点を強調してきたが（図）、この重要性は未だに健在と考えている。結局、FRB だけが利上げできる中央銀行である以上、利上げを通じたドル高は米実体経済の重石になるばかりか、中国を筆頭とする新興国からの資本流出を招き国際金融環境のリスクの芽となりかねない。要するに、ドル高が極まっていけば米中経済の不安定化に繋がりがねないのである。米中経済が安定しないところに世界経済の安定もないことは言うまでもない。また、欧州にとっても、EU

米利上げを巡る悪循環イメージ



（資料）筆者作成

崩壊にまつわる懸念が燦る状況にあって、その象徴たるユーロが一方向的に売られ続けるような地合いも好ましいとは思っていないのではないかな。なお、ドル高・円安の進展は日本にとって必ずしも良いことばかりではない。少なくとも 120 円を安定的に超えていた 2014 年後半から 2015 年前半にかけて、企業・家計・政府部門の全てにおいて円安コストが意識されるような風潮があった（当時の GDP が芳しい結果とならなかったのは円安発・輸入物価経由の物価高が実質所得を蝕んだからだろう）。詰まるところ、日銀にとってのドル高（円安）は物価目標に近づく手段として有効と思われるものの、実質所得環境の悪化が不安視される国内経済主体、そして米国や中国に左右される世界経済にとってはさほど嬉しいものではないように思われる。むしろ、ドル高は極まっていけば、不幸を多く生む気がしてならない。

片や、ドル安はトランプ大統領下での通貨・通商政策にも合致することはもちろん、資本流出に伴う新興国市場の混乱を抑止する効果も期待できる。例えば、中国も無理なドル売り・人民元買い介入で消費する必要性がなくなる。また、日本も 1 ドル 100～105 円が購買力平価（PPP）であり、輸出・輸入企業双方にとってバランスの取れた水準にも思われることから、その程度のドル安ならば経済に甚大な影響が及ぶこともあるまい（2016 年 12 月の日銀短観における想定為替レートは通期 104.90 円）。むしろ、円安・ドル高が止まれば消費者物価指数（CPI）の伸びは失速するため日銀にとっては不都合な動きであることは間違いないが、世界経済の安定と天秤にかけるとの重さはない。

斯かる状況下、世界的に本当にドル高よりもドル安のメリットの方が大きいというコンセンサスが醸成されてくれば、やはり国際協調に基づくドル安誘導、俗に言う第二次プラザ合意のようなリスクはゼロではないのではないか（①のリスク）。直近の政治日程で言えば、上述したように 3 月 17～18 日には G20 があるが、為替が論点になり、ドル安志向の強い情報発信がなされる可能性は念頭に置いておきたい。実際、昨年 2 月末に開催された上海 G20 の前後には「第二次プラザ合意的な合意があったのではないか」との観測が浮上したことがあった。ドルインデックスで見れば、2017 年 1 月時点のドル相場はその頃（昨年 2 月）よりも高いことを忘れてはならない。

なお、その他の円高リスクとしては欧州の政治リスクも見逃せない（⑦のリスク）。2017 年はドイツ、フランスという 2 大国で総選挙が行われ、さらに昨年 12 月の国民投票で首相が交代したイタリアも年内

総選挙が濃厚な情勢と伝えられる。この上で3月にはオランダ総選挙、4～5月にはフランス大統領選挙も待ち受けている。例えば、フランス大統領選挙においては極右政党である国民戦線（FN）のマリーヌ・ルペン党首が主要な世論調査でリードしていると報じられており、これに加えて対立候補であるフィヨン氏に関する金銭スキャンダルも報じられるなど、予断を許さない。また、イタリアで解散総選挙が実施された場合、反EU政党である五つ星運動率いる勢力が政権を奪取する可能性が現実的に見えており、その場合はユーロ離脱を問う同国の国民投票まで視野に入れたリスクオフ相場に至る可能性がある。

以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、やはりトランプ政権下での経済政策、特に通貨政策がどう転ぶのかが、見通し作成上、最大のリスクと言って差し支えない。現時点でこのリスクは上下双方向に大きく広がっており、決め打ちは危険である。だが、トランプ大統領は想定以上に早いタイミングで露骨なドル高けん制を口にし始めており、円安の進行を予想するのはやはり困難に思えてならない。日増しに露わになるトランプ大統領の保護主義姿勢は通貨高との噛み合わせが極めて悪いというごく基本的な事実を念頭に置いて為替予想を行うことを強く推奨したい。

◆ ユーロ相場の見通し～ドル安相場を受けて堅調へ～

《ECB の金融政策運営～窮屈になる緩和環境～》

ECB 理事会：当面は効果を見極める局面

1 月の ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ（MRO）金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。また、前回 12 月会合で大きなパラメーター修正が施された拡大資産購入プログラム（APP）も当然現状維持で、現行の月額 800 億ユーロの購入が今年 3 月末まで継続された後、4 月から 12 月末までの 9 か月間は 600 億ユーロへの運用に切り替えられる方針が確認された。なお、既に預金ファシリティ金利（▲0.40%）未満での購入は毎月 13 日から運用されており、当面は何かを積極的に変えていこうというよりも、こうした修正の効果を見極める局面となりそうである。

物価安定 4 つの条件

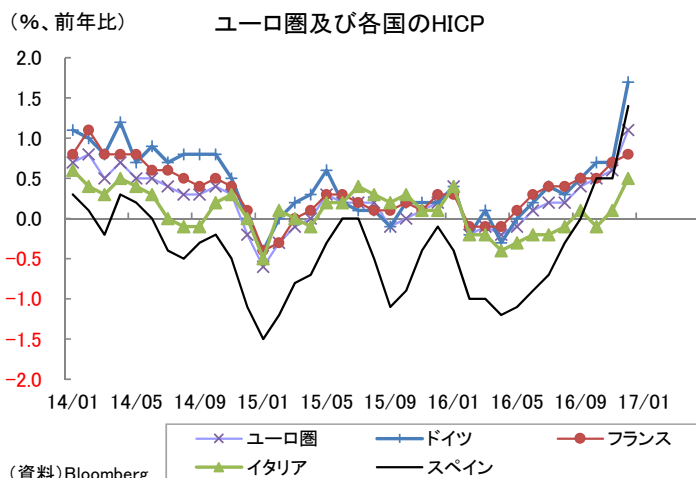
今回の理事会に関しては現状維持予想が支配的であったものの、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）の上振れや一部加盟国における CPI の加速を受けて、会見におけるドラギ ECB 総裁のトーンがタカ派化するのではないかとと思惑があった。12 月理事会の議事要旨を見る限り³、そのような議論は全くされていないが、今回の会見でも堅調な HICP と緩和の撤収をリンクさせて問い質す向きが非常に目立った。この点、12 月理事会では「状況が変われば月間購入額やプログラムの期間を強化できると言うが、想定以上に状況が良くなったらどうするつもりか。購入額を減らして、プログラム期間を短縮するのか」との質問が出ており、これに対しドラギ総裁は「我々はそのようなハイクラスの問題からは程遠いように思われる（We seem to be fairly far away from any such high-class problem）」と回答している。つまり、想定外の状況改善などはあくまで「ハイクラスの問題」であって、これが政策判断に影響することはないというのが基本認識として示された。また、一番目の記者が「今でもそうした（想定外の状況改善による引き締め措置の可能性はないという）考えは変わっていないのか」と念押ししているが、「答えはイエスだ。依然としてそのような話はハイクラスな問題だ」と一蹴している。

また、2 番目の記者も「また、インフレに関する質問です。仮に目標をオーバーシュートした場合、どの程度の期間、オーバーシュートさせるつもりなのか。これに関して理事会で決めているのか」と類似の質問を行っている。これに対し、ドラギ総裁は「その答えは我々が目標として定義しているものの中にあります」と述べ、以下の 4 つの条件を満たした時に目標達成と見なされると回答している。その 4 つとは、第一に（2%以下だが 2%に近いという）物価安定の状況が中期的に続くと評価されること、第二にそのような状況が一時的（transient）でなく持続的（durable）と評価されること、第三にそうした状況が自立的（self-sustained）であり過度な金融緩和を抜きにしても安定すること、第四にそうした状況がユーロ圏全体で実現することとされている。各条件に対する具体的な評価は控えられているが、ドラギ総裁はこうした定義に準じ、まだ目標には程遠いと考えている模様である。

³ みずほマーケット・トピック 2017 年 1 月 16 日号『ECB 理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～』をご参照下さい。

ドイツ批判への対応

また、加盟国間で HICP を筆頭とする経済・金融環境の改善スピードが異なることに着目した質問も複数見られた。例えば、12 月分の HICP はユーロ圏が前年比+1.1%、ドイツが同+1.7%、イタリアが同+0.5%であり（図）、確かに乖離が目立ち始めている。この点、緩和継続はドイツの実情にそぐわないという「ドイツ批判（German critics）」にどう対応するつもりかという質問が出ているが、そのような懸念は時期尚早（it's too early to say）との認識を示している。現在の政策



決定は満場一致であり、GDP を含め各種計数も改善に向かっているのだから現行政策が奏功していると考えろべきというのが理事会の現状認識ということになりそうである（この点、12 月理事会の決定に反対したドイツを筆頭とする一部のメンバーは何故今回になって賛成に回ったのか。誤りを認めたということかといった質問が別途出ている）。また、最近のインフレ率押し上げは殆どがエネルギー価格に主導されたもので基調的なインフレ圧力ひいては名目賃金も抑えられている旨が言及されている。要するに、ECB が伝統的に警戒する二次的波及効果（second-round effects）はまだ顕在化していないとの認識である。それに加えて、世界を取り巻く不透明感がリスク視されることを考えれば、やはりインフレ率の状況を楽観視した上で、引き締めの対応を議論することなど全く考えられないというのがドラギ総裁ひいては理事会の基本認識と見受けられる。なお、具体的に名が挙がったドイツへの説明に関しては「ユーロ圏全体が回復すれば、それが皆の利益になる。我々は辛抱する必要がある。回復が強固なものになってくれば、実質金利も上がる。ドイツに限らず、他の国もだ」といった回答が繰り返されている。ドラギ総裁率いる現状の理事会はドイツを含めて安定的な回復軌道に入ったとは考えていないため、加盟国間の乖離などは問題意識の埒外という思いもあろう。

今回の会見では「ユーロ圏におけるインフレ率格差をどこまで許容するつもりか」という質問が出ており、これも暗にドイツとそれ以外の加盟国の乖離をどこまで許すのかといった論点になる。これに対しても、上述のような回答を返すに止まっているが、そもそも加盟国間のインフレ率格差の是正まで ECB に問い質すことは本質的にずれている。ユーロ圏加盟国間の経済に関しては成熟度に格差があり、これに応じてインフレ率格差も生じるのは必然ではある。例えばキャッチアップ過程にある経済（典型的にはギリシャなどの南欧諸国）の物価は域内平均よりも高くなりやすい一方、成熟過程にある経済（典型的にはドイツやフランスなどの先進国）の物価は域内平均よりも低くなりやすい。ECB はこうした加盟国間に存在する物価格差を金融政策で解消可能とは考えておらず、あくまで影響が与えられるのは域内全体の物価水準という立場を歴史的に取ってきたはずである。言い方を変えれば、そうした格差は域内の統合過程が進展するに伴って解消される「一時的なもの」という整理であり、金融政策よりも各国における構造政策などで対処されるべきという立場だろう。とはいえ、元よりタカ派志向の強いドイツのインフレ率が先走っている事実は今後の追加緩和を検討する上での 1 つの障害となる可能性はある。

窮屈になる ECB の緩和環境

なお、記者会見ではトランプ大統領絡みの質問も多く見られた。先般話題となったトランプ大統領のドル相場を押し下げた発言（1月14日付のWSJ紙におけるインタビュー）に関し、「将来の通貨戦争という観点から心配しているか。また、同氏の保護主義を強めるような提案を懸念しているか。それらはユーロ圏にどのように影響するのか」といった質問が見られている。会見時点ではまだ大統領就任前であったため、「トランプ次期大統領の声明に関してコメントするのは早過ぎる（実際の政策を見てコメントすべき）」と当然の回答を行った上で、為替レートに関しては「目標ではないが、物価安定と成長にとって重要」、「G20 や G7 で競争的切り下げを回避するという極めて強い国際的合意がある」と常套句で切り抜けている。だが、就任と共に TPP を破棄し、北中米経済の要となっている NAFTA の見直しにまで着手しようとしているトランプ大統領が法的拘束力もない口約束である「極めて強い国際的合意」をどこまで遵守するのかは定かではない。一存でグローバル企業の経営戦略を変え、他国企業の経営にまで口を出す立ち振る舞いを見る限り、必要と判断すれば徹底的にドル安を追求するだろう。そもそも「America First(アメリカ第一主義)」なのだから、国際的な視点はさほど重要ではない。既に見てきたように、ドイツがけん引するユーロ圏の対米貿易黒字は巨額であり、トランプ大統領が敵対視する標的としては十分な理由がある。2013 年以降、ECB の金融政策は通貨政策の色合いが強まりつつあるだけに、トランプ大統領との距離感に苦慮しながら追加緩和を検討するという場面は今後十分想定されるものだろう。

ドイツの経済・金融情勢が他国と乖離していることに合わせて、トランプ大統領の顔色まで窺う必要が出てくるのだとすれば、今後、ユーロ圏として追加緩和を検討しなければならない状況が到来したとしても、議論するにあたっての環境はかなり窮屈なものになるように思われる。

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。