

# 乱高下する外国為替市場

## 読み切れない内外の政治リスク

国際政治・  
経済ジャーナリスト

久保田 勇

### 125～130円の予想も

外国為替相場が乱高下している。

利上げ局面に入った米連邦準備制度理事会（FRB）と、出口が見えない低金利政策の続行を余儀なくされる日本銀行。対極の金融政策は、金利差からドル円相場の高騰をもたらすはずだった。

しかし、トランプ米大統領の巨額財政投資や国境税などの成立不安に加え、右派ボピュリズムが勢力を伸ばす欧州各国のEU離脱懸念と、中国の景気減速が大きな下押し圧力となっている。

英国の欧州連合（EU離脱）を決めた国民投票など2016年の想定外の政治リスクが尾を引く2017年の外為市場。波乱要因は盛りだくさんだ。

2017年3月15日、FRBは市場の予測どおり1年ぶりに「フェデラル・アンド（FF）」金利の誘導目標を、年0・25～0・5%から0・5～0・75%に引き上げた。利上げ幅は25ペーセン・ポイント。「噂で買って事実で売れ」。格言どおり、ドル円相場は114円60銭台から瞬間的に113円70銭台まで急落した。翌日、テフ

レ対策に事実上、万策尽きた日銀の政策決定会合で目新しい政策が出なかつたことに落胆し、さらにドル円相場は113円を割った。通常なら、金利差に絡む材料出尽くしで戻りを試すこともあるが、今回は、さらに下げる展開となり、リスク回避の円買いの高まりに市場は狼狽ぶりをさらけ出した。

下げ要因は米国の見通せない政治リスクだった。トランプ大統領が公約に掲げたオバマケアの撤回審議で、代替案として提出した「アメリカン・ヘルス・ケア・アクト」（AHCA）が24日の採決直前に撤回された。与党、共和党との不協和音がクローズアップされ、投資家は期待ばかりを先行させた1兆ドルの財政投融資と法人税減税に疑惑を抱き始めたのが、外替相場に影を落とした。金利差が経済学の教科書どおりに響かず、不明な政治情勢が足を引つ張る構図。

今年初めての利上げ後の為替動向は、今年の相場を象徴しているようだった。

振り替えれば、ドル円相場は黒田東彦総裁が指揮した2013年4月の日銀の異次元緩和「黒田バズーカ」で騰勢が始まった。原則として為替

水準を決めるのは日米金利差。米国で金利を決めるFRBの利上げ織り込み回数が相場に反映され、FRBが最初に利上げに踏み切った2015年後半は、景気期待から0・25%の利上げ幅で5回前後続くと見られ、93円台から120円台まで水準が上がった。バズーカでもデフレが収まらない日本に対し、米国への金融政策期待で騰勢を強めた恰好となり、2016年6月4日には125円85銭をつけた。

しかし、これをピーカに24日に米国の国民投票結果でEU離脱（ブレグジット）が決まると116円20銭台まで急落。ブレグジットと中国経済の失速懸念が高まり、FRBの織り込み回数は2回まで減り、105円台まで下がった。7月から8月まで毎月1回100円台の底を見た後に、戻るレンジ相場を経て、11月の米大統領選でのトランプ勝利が意外にも値を戻すきっかけとなつた。

年末には118円20銭台に乗せたが、年が明けると再び下がり、いくら戻しても115円で失速する展開となつた。今年は利上げ回数の織り込みが3回前後と見ると、この水準はむしろ適正とも言われる。

今後は、好調な経済指標に支えられ6月中旬のFOMCで利上げ回数は年内3~4回までの見通しが多い。金利差だけに着目するなら、年末の利上げ前後で125円台に達するという予測もある。

さらに、トランプ大統領の水面下の円安容認説が、最近円安見通しを補強していると言う。2016年2月10日、安倍晋三総理は米国へ飛びトランプ氏と首脳会談を開催した。この際、安倍氏は新幹線などのインフラ投資を記者会見で触れたが、トランプ氏の会社が持つゴルフ場での話題ばかりが先行し、経済協力への言及は当たり前で抽象的過ぎて大きな話題とはならなかつた。

永田町には、日米首脳会談で実質的な成果があつた見る政界関係者が少なくない。トランプ大統領は会談後の28日にインフラ投資を1兆ドルと具体的な規模を議会演説で示したが、首脳会談で安倍氏が日本からの投資ボリュームを約束したことが大きく貢献したという。民間を含め數十兆円の投資で米国のインフラ整備を助け、その結果、ドル高に振れてもトランプ大統領は実質的なドル安政策を発動しないと密約があつたと

見られている。

また、ドル高要因として「国境税」も取り沙汰されている。トランプ氏の当面の経済政策である巨額インフラ投資と並ぶ法人税減税に対しても、共和党が示したのは、税負担で輸出企業を軽減し、輸入企業に負担させるという対案だった。国境調整税(BAT)と称され、控除対象となる輸入品の物価高騰が金利上昇を誘発。さらに輸出品の免税効果による需要増でドル需要が増えドル高を誘発するという循環だ。こうした密約や政策が背景として市場に浸透すれば、年内のドル円相場は130円という見方も出ている。

しかし、2017年の為替相場の行方は金利差や政策期待ばかりで語れない。霸權国に君臨した大統領の独自のキャラクターとポピュリズムの台頭による世界的な政治情勢の変化が全く見通せないからだ。

トランプ氏が躊躇したオバマケアの代替案、AHCAは3月上旬に発表。猛スピードで支持をまとめようとする下院議長と共に可決を拒否されば、AHCAも成立しないまま議員は落選すると脅しをかけたという。押し一方の不動産取引のような説得

は、共和党内の対立をあおり前代未聞の採決直前の取り下げとなつた。オバマケアの撤廃で減税の財源を補填するスキームがあつたため、市場は反応したのだ。

## 「ルペ」なら90円割れ

政治リスクはトランプ氏だけではなく、英国が離脱を通告したEUにも山積している。フランスの極右、国民党のマリーヌ・ル・ペン党首が5月27日の大統領決選投票で勝つ場合、国民投票を実施しEU離脱を現実にしてしまう最悪のシナリオが語られている。これは現実となればトランプ・リスクを凌駕する。

ユーロは売り浴びせられ、取引量トップを占めるドルユーロ相場は上がることになるが、それ以上にリスク回避志向が強まり、円やスイスフランが買われ、相場全体を押し下げる見られる。株、債券も関連性を見られる。株、債券も関連性を無視して暴落。高速取引が加速度的に下落を誘発し、その影響は計算できないが、ドル円では90円割れのシミュレーションもあるという。

現状では、決選投票でルペ以外の候補に超党派的に投票し、最悪を回避する樂観的な見方があるが、2

は、共和党内の対立をあおり前代未聞の採決直前の取り下げとなつた。

場崩壊の記憶は忘れられてはいない。

実現性とは別にリスクを過大視して

事前に織り込むのが市場だ。

さらに、ドイツ連邦議会選挙が今年9月に控え、極右急進政党「ドイツのための選択肢(AfD)」の動向も懸念材料。イタリアの金融機関の不良債権問題や7月に国債の大量償還を迎えるギリシャの政情不安など、今や「古典的」とも言えるリスクの芽も摘み取られていない。加えて、中国は2016年12月のFRB利上げ決定から元安阻止のため元買いドル売りに腐心し、ドルの外貨準備は5年11カ月ぶりに3兆ドルを割つた。

この結果、金融引き締め効果が出て、利回り上昇によるバブル経済崩壊の懸念が再び出ている。今年もチャイナリスクはいつ現れるか分からぬ。

見えない政治リスクに政策対応がどれだけ効くか。世界的に民主主義や従来の資本主義の過渡期に横たわる政治リスクだけに2017年の為替相場は、例年以上に読み切れず、ドル円に関しては、各金融機関のアナリストやストラテジストの予測も90円割れから130円超えまで幅広く両極に分かれている。