

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 27 日)

Brexit 後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB 緩和リスク～

英国の EU 離脱 (Brexit) を受けて、これまで想定していたリスクシナリオを再点検したい。最終的な為替見通しは 6 月 30 日発行予定の『中期為替相場見通し』で確定するが、現状のところ、今後 1 年のドル/円相場見通しは 95～105 円(暫定)をメインレンジとする円高シナリオをイメージ。仮に、こうしたシナリオに対するリスクを挙げるとすれば何が考えられるか。まず、想定以上に円高が進行するダウンサイドのリスク、つまりドル/円相場が 90 円台前半で安定化するリスクとしては、トランプ米大統領が誕生するリスク、FRB が反転緩和へ向かうリスク、欧州分裂が加速するリスクが挙げられる。90 円未満の展開など、まだ考えたくもないシナリオだが、考える価値はある。一方、円安リスクもある。Brexit という逆風にも負けず FRB が利上げを敢行するリスク、本邦投資家の対外投資が加速するリスク、本邦政府・日銀による政策対応のリスクなどが挙げられる。しかし、FRB の弱気化が注目され始める状況下、やはり円安予想は無理筋に思えてならない。

～戦後秩序の変化を示す歴史的大事件～

6 月 23 日に行われた英国の EU 離脱 (Brexit) を問う国民投票は残留 48%、離脱 52% となり、直前に支配的だった残留予想を覆して離脱派が勝利した。EU の前身となる欧州共同体 (EC) が 1967 年に発足して以来、約半世紀の歴史において、初めての離脱プロセスが発生することになる。この間、EU は合計 6 回の加盟国拡大を経験し、現在の 28 か国に至った。英国は其中でも最も古い第一次拡大 (1973 年) 以来の加盟国である。2009 年以降の欧州債務危機を経て、拡大と深化のプロセスが「停止」したとの評論は頻繁に目にするようになっていたが、これほど明確に「後退」を示す出来事は経験がない。平和を希求して発足した欧州統合プロジェクトにとって史上最大の失敗であることは間違いなく、世界全体にとって見ても、1989 年のベルリンの壁崩壊に次ぐ、戦後秩序の変化を示す歴史的な大事件との声も大袈裟ではない。来年で EC 発足から 50 周年を迎えるタイミングであったため、相応の催事も予定されていたことだろう。その節目に脱落者が出てしまったことは遺憾というよりほかあるまい。残された 27 か国の結束が試される局面が始まろうとしている。

～リスクシナリオの再点検:「有り得ないこと」は有り得ない～

EU 加盟国の離脱は初めての出来事であり、今後の見通し作りは至極難しい。目先の英国に起こり得ることや G3 通貨の見通しのイメージに関しては、離脱決定を受けた先週 24 日、ロイター外国為替フォーラム『大英帝国分裂か、EU 崩壊は杞憂』や東洋経済オンライン『ドル安加速し 95 円へ、一方でユーロは底堅い～「EU 分裂」よりも「大英帝国分裂」に現実味～』にまとめさせて頂いているのでそちらをご参照頂きたい。結論だけ言えば、Brexit を受けて本欄の円高見通しは一段と確固たる

¹ 筆者が 2007 年に欧州委員会に在籍していた当時、1957 年のローマ条約調印 50 周年を受けた催し物を欧州委員会が開催していた。

ものになった。金融危機以降の流行り言葉を使うならば、リーマンショック以来のブラックスワンが出現してしまったとも言える。目先、日銀の臨時金融政策決定会合や本邦政府・日銀による為替介入などに対し思惑が錯綜し、一方的な円高・株安相場は回避されようが、断続的に調整(円売り戻し)を踏まえながら、淡々とドル/円相場の上値は切り下がっていくと予想したい。

とはいえ、Brexit を受けて、これまで想定されていたリスクシナリオにも再点検が必要になる。最終的な為替見通しは6月30日発行の『中期為替相場見通し』で確定するが、現状のところ、今後1年のドル/円相場見通しは95～105円程度を

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
米国	①	FRB正常化の継続	・意外にも米経済が堅調で、連続的な利上げ、そしてB/S縮小の議論にまで到達	円安ドル高
	②	新大統領の通貨政策	・ヒラリーにしろ、トランプにしろ、ドル高けん制中。財務長官人事は？	円高ドル安
	③	FRB、再び緩和へ	・米景気の急悪化を受けて利下げ & QE4へ踏み切る？	円高ドル安
日本	④	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体一オープン拡大へ？	円安ドル高
	⑤	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	⑥	欧州分裂騒ぎの本格化	・スコットランド、北アイルランドは英国からの独立を模索。大陸欧州でも類似の動きが本格化する恐れ？	円高ドル安

(資料)筆者作成

メインレンジとする円高シナリオをイメージしている。そうしたメインシナリオへのリスクを敢えて挙げるとすれば表の通りとなる。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。これまでよりも円高リスクの存在感が俄かに高まってきたように感じられる。

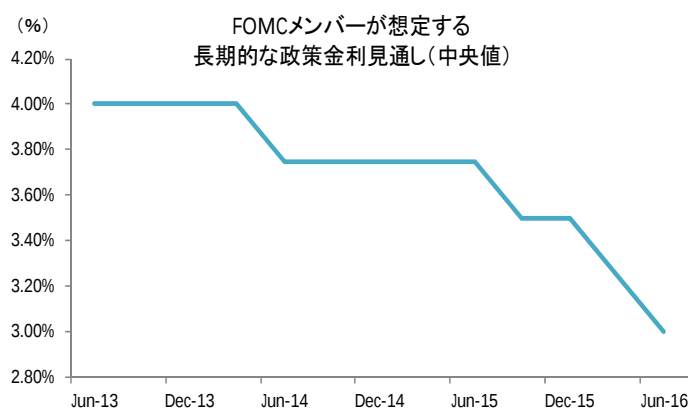
まず、ダウンスайдのリスク、つまりドル/円相場が90円台前半で安定化する可能性を考える。考えたくないシナリオだが、もはや考える価値はある。この点、表中では②、③、⑥が相当する。目下、注目され始めているのはドナルド・トランプ氏が米大統領に就任するリスクである(②のリスク)。これまでの氏の言動は反自由貿易、通貨安志向、財政・金融拡張といったバイアスに満ちており、どれ一つとってみても円安・ドル高を予感させない。この上で在日米軍の撤退など、本邦の安全保障に差し障りがあるような言動が重なってくれば目も当てられない。夏も終わりに近づいてくれば、このリスクが最も注目されるだろう。Brexit は、これに同調するトランプ氏への追い風となり得る材料²だが、現時点ではヒラリー・クリントン氏の支持が上回っており、可能性は今のところ低い。だが、もはや市場参加者は事前の世論調査を理由に警戒を解くことに慎重だろう。そもそも「トランプ米大統領の誕生」と「英国のEU離脱」はテールリスクとして似たような位置付けだった。足許では英国の次期首相として「英国のトランプ」ことボリス・ジョンソン氏が有力視されているが、トランプ氏と(外見も含めて)イメージの重なるジョンソン氏がキャメロン首相の後を継ぐならば、トランプリスクの盛り上がりは軽視できないものになる。早速、トランプ氏は「英国で起きたことと私の選挙運動との間には多くの類似点がある」と、Brexit を自身の支持に結びつけようと躍起になっている。もはや、「有り得ないこと」は有り得ないと考えるべきだろう。

～「米利上げに関する予想ゲーム」は時代遅れ？～

また、もう1つの円高リスクとしてはFRBの正常化プロセスが反転、緩和路線へ向かうことが挙げられる(③のリスク)。この点は折に触れて本欄でも言及してきたが、Brexitの実現によって、その可能性がさらに高まったと考えられる。一言で言えば、利上げではなく利下げを前提とした局面転換で

² トランプ氏は英国のEU離脱決定を受けて、24日、「素晴らしいことだ」、「世界中で、人々が憤っている。国境や、自分の国を乗っ取った移民に対して憤っている」などと発言している。6月24日、ロイター。

あり、過去3年で最大のテーマであった「米利上げに関する予想ゲーム」がもう時代遅れになるというリスクである。これは同時に、正常化プロセスという言葉に含まれる「正常」の定義を問い直さなければならないということも意味している。バーナンキ前FRB議長がテーパリング方針を打ち出した直後の2013年6月、FRBメンバーの想定する中立金利は4.00%であった。これが3年後となる現在、(2016年6月)には3.00%である(図)。到達すべきゴール(≡米経済の地力とも読み替えられる)が地盤沈下する中で、何をもって正常とみなし、そこへ歩みを進めるのか。利上げの時期や回数はおろか、そろそろ自身の金融政策の方向性自体に疑義を唱えるべき局面にFRBは差し掛かっている可能性が否めない。そもそも、想定外のことが起こり過ぎた。2013年5月から3年の間に中国バブルが崩壊し、原油価格は半分に、米国では有り得ないと言われていたトランプ氏が共和党大統領候補の座を射止め、英国はEUを離脱した。どれ1つ取ってみても3年前であれば「まず有り得ない」と言われていた極大のリスクである。米金融政策の振り子が然るべき方向(引き締めではなく緩和)へ振れ始める展開はあながち見当外れとも言えまい。なお、その他の円高リスクとしてはBrexitを受けて、類似の事案が盛り上がり、実際にこれが現実化するリスクである(⑥のリスク)。既に、スコットランド、北アイルランドで独立を問う住民投票が実施される見通しとなっており、大陸欧州でも右派ポピュリズムの勢いが強まっている。予測期間中に第二、第三の離脱国が出てくるような話の実現するとは思えないが、思いのほかこのリスクが強まればやはり円高リスクである。



～円安リスクの整理～

一方、円安リスクも(それほど心配はしていないが)ある。米雇用市場が完全雇用に到達し、物価上昇の芽も確認され始めている中、Brexitという逆風にも負けずFRBが利上げを敢行するリスクは無いとは言えない(①のリスク)。物価上昇が本格化し、短期間に急激な利上げが必要になる展開こそFRBが最も回避したいものであり、粛々と利上げを続ける道理はある。とは言え、Brexitに端を発する世界経済の下振れリスクを前に、米国内における物価上昇も落ち着いてくる公算が大きく、あまり現実的なリスクと筆者は考えていない。

それよりも不安視されるのが、毎月の『中期為替相場見通し』でも述べているように、円金利の悲惨な運用環境を背景に本邦投資家による対外リスクテイクが加速する展開を現実的なリスクとして警戒している(④のリスク)。しかし、上述したように、Brexitを受けてFRBの正常化プロセスは反転、緩和へ向かう可能性すら視野に入っている。このような状況では、年内どころか来年の利上げも難しいというのが実態に近いのではないだろうか。斯かる状況で、果たして為替リスクをとってまで円投を行う投資家が支配的になるのか筆者はやはり確信が持てない。リスクシナリオの中では最も現実的と考えるものの、FRBの正常化プロセスが進捗していないにも拘わらず円安基調が根付くなどということが本当に有り得るのか疑わしい。

それ以外では、より直接的な円安リスクとして本邦政府・日銀による政策対応(具体的には為替介入や追加緩和)による底上げというリスクは常にある。当然にして、ドル/円相場の 100 円割れなどが定着してくれば、為替介入も含めた政策対応は検討されるだろう。周知の通り、もうドル/円相場は半年で 20 円も円高になっており、「過度な変動」と主張するには十分なボラティリティが確認されている。政策的な歯止めが検討されること自体に違和感はない。しかし、本欄では執拗に述べているように、変動相場制においては米通貨・金融政策の意向が絶対であり、FRB のスタンスがハト派に振れやすい状況を考えれば、本邦からの政策対応はごく短期的な効果しか持ち得ないだろう。円相場の長い歴史を振り返ってみれば、容易に想像がつく事実である。

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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4 月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序の(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基礎通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)