

みずほマーケット・トピック(2016 年 10 月 26 日)

円高シナリオにまつわるリスクの整理

ドル/円相場が堅調を維持していることを受けて、円高見通しのリスクを問われることが増えている。今年も残すところ約 2 か月となり、2017 年の相場展望を検討しなければならない時期に差し掛かっているため、現時点でのメインシナリオに対するリスク要因(≡円安リスク)を整理し、提示しておきたい。確かに、クリントン氏が大統領に就いた場合の経済政策などに絡んでドル高が加速する可能性は要注意だが、今の米国にそれを甘受できるだけの体力があるかは疑問。また、「大統領選挙の年とその翌年は円安・ドル高になりやすい」というアノマリーが散見されるが、大統領選挙の年である今年は恐らく「円高の年」となりそうであり、アノマリーは早速成り立たない。世界経済の停滞が経験の無いものになっている以上、如何に米景気が好調で、FRB がそれに応じて利上げを追求しても、結局はドル高という形で米国は不況を輸入することになる。

～円高見通しのリスクを考える～

昨日のドル/円相場は一時 104.87 円と今年 7 月末以来の高水準をつけた。ひとえに 12 月利上げ期待の高まりに後押しされている模様だが、確たる根拠もないまま期待が先走っている感は否めない。足許にかけてドル/円相場が 105 円付近まで上昇し、堅調を維持していることを受けて、本欄の円高見通しのリスクを問われることが増えている。今年も残すところ約 2 か月となり、2017 年の相場展望を検討しなければならない時期に差し掛かっているため、本日の本欄では、現時点でのメインシナリオに対するリスク要因(円安リスク)を整理し、提示しておきたい。

～円安リスクの整理:米大統領選挙のアノマリーが気にされる時期に～

筆者は来年も FRB の正常化プロセスは遅々として進まず、米金利先高観への期待が剥落する結果、過去 2 年半におけるドル高相場の本格的な調整(ドル安)が訪れると予想している。その際、円相場が単独で下落する可能性もゼロではないだろうが、経験則に照らせば、あまり現実的な想定とは思えない(この点は明日以降の本欄で議論したい)。但し、予想である以上、もちろんメインシナリオに対するリスクは上下双方向に存在する。これをまとめたものが上表であり、色付けしたものが円高リスク、それ以外が円安リス

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・?

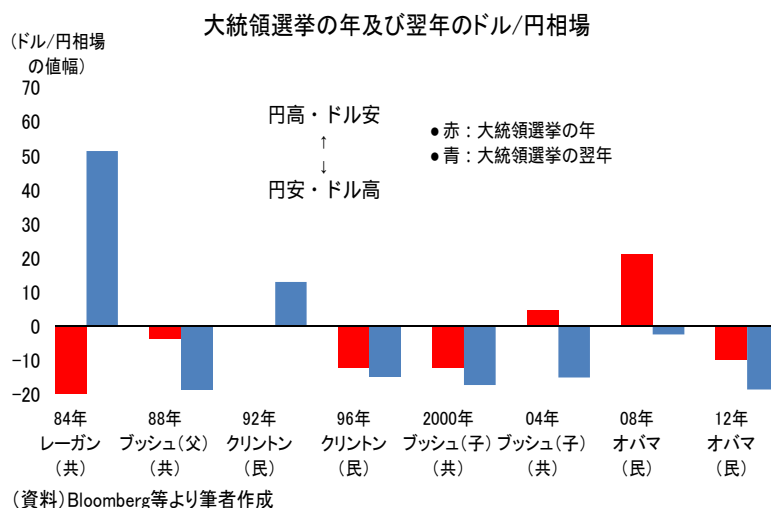
		リスク要因	備考	方向感
米国	①	FRB 正常化の継続	・意外にも米経済が堅調で、連続的な利上げ ・新興国経済の復調	円安ドル高
	②	新大統領の通貨政策	・クリントン氏にしろ、トランプ氏にしろ、ドル高けん制中。 財務長官人事は？	円高ドル安
	③	新大統領の経済政策	・クリントン大統領下でのインフラ投資→好況→ドル高？	円安ドル高
	④	FRB、再び緩和へ	・米景気の急悪化を受けて利下げ & QE4 へ踏み切る？	円高ドル安
日本	⑤	本邦投資家の為替リスクテイク	・ヘッジ付き主体→オープン拡大へ？	円安ドル高
	⑥	当局による円高抑制	・日銀による連続的なマイナス金利幅拡大 ・円売りドル買い介入の実施(もしくは噂)	円安ドル高
欧州	⑦	Hard Brexit への懸念	・17年3月末に離脱通知。メイ首相のスタンスはタカ派？	円高ドル安

(資料)筆者作成

クである。現状懸念される、本欄のメインシナリオが真っ向から否定されるリスクは円安方向であるため、以下、円安リスク()を簡単に整理しておきたい。今後 1 年に対し予想される円高・ドル安シナリオを阻むとしたら、どのような要因が考えられるだろうか。

本欄のメインシナリオでは FRB の正常化プロセスが頓挫することを織り込んでいる以上、思ったよりも米経済もしくは海外経済が強く、FRB の利上げが連続的に実施されるような展開は大きな誤算となる。これが表中 のリスクである。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、FRB が利上げを主張する道理は残されてはいる。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 が最も回避したい展開である。とはいえ、こうしたリスクはさほど高いとは言えない。全世界で金利が消滅している今、米国が正常化を進めれば、運用資金はドル建て資産に殺到せざるを得ない。その結果として起きるドル全面高に米国の政治・経済は耐えられまい。10 月に公表された米為替政策報告書における対日本部分の記述などを踏まえる限り¹、ドル/円相場の継続的な上昇が許容されそうな雰囲気は全く感じられない。

また、米国の新大統領が決まることを踏まえ、表中 のリスクも気になるところではある。現状、金融市場は民主党のヒラリー・クリントン候補が勝利することをメインシナリオに動いており、同氏の経済政策が米経済ひいては FRB の金融政策、究極的にはドル相場にどのような影響をもたらすかが注目される。既に報じられているように、クリントン氏は 5 年間で 2750 億ドルのインフラ投資計画を打



ち上げており、他の条件が一定ならば、これは実体経済の押し上げに効いてくる。元より堅調な実体経済を理由に利上げを主張する FRB からすれば「渡りに船」であり、利上げの確度が上がると共にドル相場の押し上げが発生する可能性はある。なお、この時期になると「大統領選挙の年とその翌年は円安・ドル高になりやすい」というアノマリーをよく耳にするようになるが、これは結局のところ、新大統領の下での経済政策が景気刺激型に傾斜し、金利先高観と共にドルが買われやすくなるという側面もあるのだろう。ちなみに 1980 年以降、大統領選挙の年は過去 8 回あるが、選挙の年は 8 回中 5 回(84 年・88 年・96 年・00 年・12 年)が円安、選挙の翌年は 8 回中 6 回(88 年・96 年・00 年・04 年・08 年・12 年)が円安である。確かに円安になりやすいという事実はある。

だが、大統領選挙の年である今年は恐らくは(これから 2 か月で約 20 円の円安にならない限り)、「円高の年」となりそうであり、アノマリーは早速成り立たない。また、常々述べているように、世界経済の停滞が経験の無いものになっている以上、如何に米景気が好調で、FRB がそれに応じて利上げを追求しても、結局はドル高という形で米国は不況を輸入することになる。今の世相で単独利上げを続ければ自国通貨高で自滅するだけという事実はブレイナード FRB 理事が繰り返し主張しているものだが、筆者もそれが正しい認識と考える。そもそも 8 個しかないサンプル数の下でのアノマ

¹ 2016 年 10 月 17 日号『米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～』をご参照下さい。

リーを過信するのは危険という視点も持っておきたい。

～ 対外証券投資は引き続き現実的なリスク～

毎月の『中期為替相場見通し』でも述べているように、円高見通しを語る上で最も現実的なリスクはやはり である。円金利の悲惨な運用環境を踏まえれば、本邦投資家による対外リスクテイクが加速し、思ったよりも円安が進む(もしくは円高が進まない)芽はあり、これは 2017 年も大きく変わらないだろう。しかし、米通貨・金融政策が容易にドル高を甘受できない環境が続く中、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だろうか。本欄では、FRB の正常化プロセスは反転、緩和へ向かう可能性すらリスク視しており、利上げは年内どころか来年も難しい可能性すら感じている。確かに、国内に投資対象がないという事実はあるが、FRB が利上げに踏み切れない中で円安が根付くという光景は想像が難しい。仮に、利上げできたとしてもあと 1～2 回が関の山ではないのか。為替市場が常に期待を先取りして推移することを考えれば「利上げは続いて初めて円売り材料」になるとわれ、限界の見える利上げ路線を円安の材料にするのは無理があるように感じる。なお、需給に絡んだ論点として、今後原油価格が本格反転して貿易黒字が減少することを円安見通しの理由に挙げる向きもあるが、原油価格が往時の水準を回復することを前提に為替見通しを作るのは危険であるし、また、仮にそうなったとしても貿易収支や経常収支が為替相場に影響を与えるのは年単位のラグがある。予測期間中(足許から 1 年間)の円安リスクとは言い難い。

最後に のリスクは当然あって、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)からは目が離せない。筆者は日銀の政策単体で円高の流れを反転できるとは思っていないが、投機的な円ロングが残っている以上、巧く FOMC のタカ派トーンとタイミングを合わせることができれば、(一時的とはいえ)本欄の予想レンジを上抜けするような円安は演出可能かもしれない。しかし、昨日の本欄²でも述べたように、表舞台から身を引いた日銀は極力、現状維持を貫きたいはずであるし、為替政策報告書のトーンを踏まえれば、為替介入をメインシナリオに入れ込むことも現実的ではないだろう。引き続き、想定外の円安に振れるようなリスクはさほど大きくないと考える。

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。

² 本欄 2016 年 10 月 25 日号『日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～』をご参照下さい。

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
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罟」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクナシリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO 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	投機ボジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」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