

みずほマーケット・トピック(2016年12月19日)

## メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～

メインシナリオへのリスクを整理。前月より述べるように筆者は11月以降のトランプノミクス相場を前にして「このトレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」よりも「このトレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」が重要と考えている。円安リスクとして最も大きなものはFRBの正常化が図らずも加速すること、円高リスクとして最も大きなものはトランプ次期大統領の通貨・通商政策において保護主義姿勢が露わになること、だろう。特に後者に関しては、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ため、就任当初の早い段階で自身の支持層にとって訴求力の強い保護主義的な方針を打ち込んでくる恐れがある。そうなれば一種のユーフォリアの中で進められていたトランプトレードが巻き戻しを食らう恐れもあるはず。また、トランプ次期大統領の口から直接けん制が飛び出さずとも、3月のドイツG20や4月の為替政策報告書に表れるだろう米財務省のスタンスも円高方向のリスクとして注視される。

### ～来春以降の転換を警戒～

前月より述べるように筆者は11月以降のトランプノミクス相場を前にして「このトレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」よりも「このトレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」が重要と考えている。大統領選挙以前までは、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

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 ・米景気回復を受けて新興国も復調へ	円安ドル高
	②	新大統領の経済政策	・「インフラ投資→物価高→利上げ→ドル高」の循環を加速	円安ドル高
	③	新大統領の経済(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	④	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
	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	欧州関連懸念	・Brexit方針自体が不明。 ・その他、大型の国政選挙多数(独仏欄等)	円高ドル安

(資料)筆者作成

因果関係

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大勢だった。確かに、トランプ次期大統領誕生は大きな出来事だが、そこに一国の潜在成長率がジャンプアップするほどの確信を見出せるものだろうか。少なくとも、当選後に示されている同氏の内向き志向を見る限り、筆者は自信が持てない。大統領選後だけで約+100ベーシスポイントも上昇した長期金利やこれに連れて急騰したドル相場は多かれ少なかれ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。特に、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セクターである。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月期以降のドル相場に関し、筆者は反落を見込みたいと考えている。

また、政治的にも3月中旬にはバーデン＝バーデン(ドイツ)で20か国財務大臣・中央銀行総

裁会議(G20)が開催され、4月中旬にはトランプ政権にとっては初めてとなる米為替政策報告書が公表される。これほど一方的な相場が来春にかけて続いたとして、米財務省ひいてはトランプ次期大統領は黙ってられるだろうか。既にドルインデックスは「強いドルは国益」で知られるルービン元財務長官を擁したクリントン前大統領後期の水準に差し掛かっている。これほどの動きに過剰感を覚えない方が難しい。また、基軸通貨ドルにおける「孤高の正常化」は新興国からの資金流出を招き、これが国際金融市場のリスクになるという論点も全く消えていない。新興国が荒れば、FRBは利上げできない。過去1年間で嫌というほど見てきた光景である。

これらの基本認識に立ち、新政権のハネムーン期間(就任後100日間)である2017年1~3月期までは現状ムードが継続するにしても、そこから先は再び円高・ドル安基調に収斂していくことを筆者は引き続きメインシナリオと考えている。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前頁表であり、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。

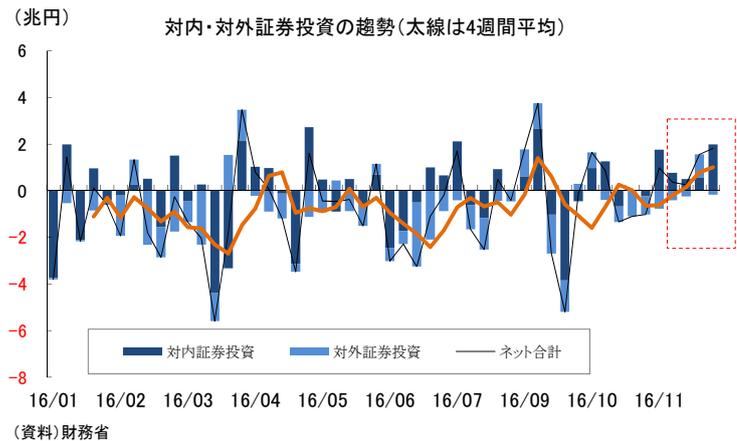
### ～円安リスク:トランプノミクスの「正の側面」だけが残る展開～

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①FRB正常化の加速と②新大統領の経済政策に他ならない(正確には「新大統領の経済政策」は上下双方にとって大きなリスクと考えている)。

実際、12月FOMCは①のリスクの一端を示す出来事だったと言える。12月FOMCにおけるメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)は2017年中の利上げ予想(中央値)に関し、従前の2回から3回へ引き上げられる動きが見られた。イエレンFRB議長によれば一部メンバーがトランプノミクス(≡財政出動)の効果を前倒しで織り込んだことが影響しているとのことだが、同議長が述べるように、その実態はまだ不透明感に包まれている。上述したように、1~3月期までは前のめりムードが続く恐れがあるため、3月FOMCでも無為にタカ派色の強い情報発信(例えば3月利上げしつつ、年3回、つまり計4回シナリオなどの示唆)が行われる可能性がある。その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、筆者はそのような動きは異常と考え、戻り売りを推奨したい立場だが、意外にも米実体経済の地力が強いというアップサイドリスクはゼロとは言えない。

また、②に関しては依然として確たる情報が無い以上、アップサイドリスクでもあり、ダウンサイドリスクでもある。仮に、1月20日の就任を境としてトランプ大統領がこれまで口にしてきた他国への通貨安批判を含めた保護主義的政策を自重する立場を取った場合、トランプノミクスの「負の側面」が相対的に後退し、「正の側面」である財政出動や減税といった部分のみが取引材料として残る。そうなればドル高相場は一段と加速するだろう。徐々に明らかになっているトランプ政権の閣僚人事は米大手投資銀行出身者が多く、ドル高が容認されそうな雰囲気は確かにある。保護主義姿勢が大統領候補ないし次期大統領としてのポーズに過ぎなかったとしたら、2017年そして2018年とドル高が延命する芽が出てきてしまうだろう。だが、ツイッターなどを通じた情報発信で示されている国内製造業に対する保護姿勢を見る限り、トランプノミクスの「負の側面」から目を逸らすのはやはり危険に思われる。そのほか、トランプノミクスで打ち出される財政政策が市場予想を凌駕する規模であった場合やその乗数効果が意外にも高いものであった場合も②のリスクに類するものである。

その他の円安リスクとしては引き続き本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクは警戒したい(④のリスク)。既に議論したように、円金利がイールドカーブコントロールにより人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスを加速させるのであれば、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/円相場が米国要因以外で動くことは稀だが、敢えて本邦主導で円安が進むとすれば、この論点が想定外に大きな存在感を見せた時になるだろう。しかし、11月に入ってからの対外証券投資を見れば、むしろ買い越しが細り、売り越しが進んでいる(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、長期金利ペッグを介した日米金利差拡大、その結果としての円安・ドル高を「実質的な為替介入」と形容する向きもある。日米金利差があからさまに拡大し、これに付随してドル/円相場が上昇し続けた場合、むしろ米国の琴線に触れるリスクが高まる可能性はあろう。



11月に入ってからの対外証券投資を見れば、むしろ買い越しが細り、売り越しが進んでいる(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、長期金利ペッグを介した日米金利差拡大、その結果としての円安・ドル高を「実質的な為替介入」と形容する向きもある。日米金利差があからさまに拡大し、これに付随してドル/円相場が上昇し続けた場合、むしろ米国の琴線に触れるリスクが高まる可能性はあろう。

### ～円高リスク:ドル高が馴染まない「America First(アメリカ第一主義)」～

片や、円高リスクも小さくはない。以上見たように、「新大統領の経済政策」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(③のリスク)。繰り返して論じてきたように、当選後も含めたトランプ次期大統領の言動を振り返る限り、これほど一方的なドル高相場を容認する度量が同氏に期待できるのか、やはり相当な疑問がある。実際、公約通り環太平洋経済連携(TPP)協定離脱の意思表示は既に行われているわけで、この方向で通商政策が突き進んでいくと考えるのが自然に思われる。国内製造業の国外移転阻止に腐心する政策スタンスを追求するのであれば、当然、それに見合った為替相場(ドル安)を求めてくるのが筋となる。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、就任当初の早い段階で自身の支持層にとって訴求力の強い保護主義的な方針を矢継ぎ早に打ち込んでくる恐れがある。そうなれば一種のユーフォリアの中で進められていたトランプトレードが巻き戻しを食らう恐れはある。

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の言動には要注意である。来年3月17～18日にはドイツのバーデン＝バーデンでG20が開催される。今年を振り返れば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、来年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だ。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。本稿執筆時点でインターコンチネンタル取引所(ICE)のドルインデックスは実に約13年ぶりの水準まで到達しており、これまでの流れや現水準を見て、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普通に思われる。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、世界の通貨高の按分を米国が全て引き受けてくれるのだろうか。それは何かにつけて「America First(アメリカ第一主義)」の世界観を打ち出してきたトランプ次期大統領のスタンスとは真逆の通貨政策であることを忘れてはなるまい。

なお、その他の円高リスクとしては欧州の政治リスクには強い留意が必要である(⑥のリスク)。イタリアの憲法改正可否を問う国民投票が否決に終わったことで、2017年はドイツ、フランス、イタリアというEU3 大国全てで総選挙が行われる可能性が出てきた。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。少なくとも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始めており、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。なお、イタリア以外に関して心配される展開を紹介しておけば、3月にはオランダ総選挙において反EU政党である自由党が第一党になるリスク、4～5月にはフランス大統領選挙において反EU政党である国民戦線(FN)のマリーヌ・ル・ペン氏が大統領になるリスク、9月にはドイツ連邦議会選挙において反EU政党であるAfD(ドイツのための選択)が躍進するリスクが視野に入っており、2017年は欧州政治の混乱が円買いを招くリスクが目白押しである。

また、英国のEU離脱(Brexit)に関しては、そのスケジュールへの不透明感が強まりつつある。議会関与を求める司法判断によってメイ英首相が掲げていた「2017年3月までにEUへ離脱通知」との基本方針が座礁しかかっており、その後のスケジュールも見えずじまいである(一部ではBrexit方針の撤回を2017年のブラックスワンとして予測する声まであがっている)。逆に、Brexitが履行されるにしても、今年断続的に懸念されたように、それが市場の想定よりも激しいものになればリスク回避的に円買いが進む可能性は残るだろう。

以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、やはりトランプ次期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、これまで漏れ伝わってきた情報を総合すれば、トランプ次期大統領がドル高を許容する可能性よりも拒絶する可能性の方が高いと考えるのが自然であろう(そういう姿勢だからこそ当選したのだから)。また、欧州の政治リスクは、リスクと言いつつも、世相を踏まえれば現実味のある論点に思われ、やはり円相場を押し上げる要因として見逃せない。当面は、現状の活況を止めるだけの材料に乏しく、年度内に120円台で定着することは予想せざるを得ないだろう。だが、こうしたムードだからこそ、大所高所に立った上で、「このような追い風は続かない」との思いの下、取引を進めることが重要と考えたい。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も頭念に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
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	リスクシナ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	明らかになり始めた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～