

みずほマーケット・トピック(2016 年 12 月 26 日)

2017 年のブラックスワンはどこに現れるのか？

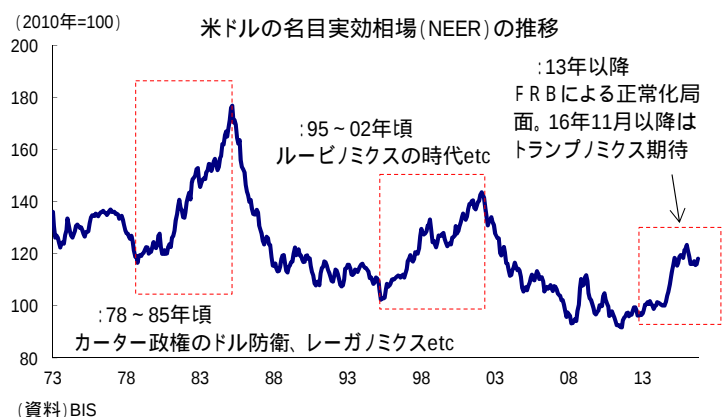
2016 年も残すところあと 5 日間となった。為替相場に関する筆者の 2017 年の相場観に関しては 12 月 22 日発行の『中期為替相場見通し』をご参照頂きたい。しかし、2016 年はことごとくコンセンサスが打ち碎かれた年であった。それゆえに、『中期為替相場見通し』で示すメインシナリオ及びリスクシナリオでは描ききれない事象を検討することにも価値がある。事前予測が殆ど不可能であり、発生時の衝撃が極めて大きい事象をブラックスワンと呼ぶが、極論すれば「17 年のブラックスワンはどこに現れそうか」という論点に思索を巡らせてみることも今や重要かもしれない。列挙していけば枚挙に暇がないため、今回の本欄では米国、欧州、アジアから 1 つずつ筆者の思いつく事象を紹介してみたい。端的には 第二次プラザ合意、Brexit 方針の撤回、人民元相場の完全変動相場制移行(フロート化)の 3 つについて検討する。

～ブラックスワン候補を検討する～

2016 年も残すところあと 5 日間となった。為替相場に関する筆者の 2017 年の相場観に関しては 12 月 22 日発行の『中期為替相場見通し』をご参照頂きたいが、2016 年は原油価格の 1 バレル 30 ドル割れ、英国の EU 離脱(Brexit) 方針決定そしてトランプ次期大統領誕生とことごとくコンセンサスが打ち碎かれた年であった。ゆえに、『中期為替相場見通し』で示すメインシナリオ及びリスクシナリオでは描ききれない事象を検討することにも価値があるだろう。事前予測が殆ど不可能であり、発生時の衝撃が極めて大きい事象をブラックスワンと呼ぶが、極論すれば「17 年のブラックスワンはどこに現れそうか」という論点を考えてみたい。列挙していけば枚挙に暇がないため、本欄では米国、欧州、アジアから 1 つずつ筆者の思いつく事象を紹介してみたい。端的には①第二次プラザ合意、②Brexit 方針の撤回、③人民元相場の完全変動相場制移行(フロート化)の 3 つである。

～第二次プラザ合意でドル安加速～

まず、米国に関しては、トランプ大統領誕生自体がブラックスワンそのものであったため、同氏の執行する政策全てが混乱の種になり得るのは間違いない。漏れ聞えてくる外交手法に関しては既に危惧する声があがっている。為替相場の立場から言えば、トランプ次期大統領の通貨外交がドル安への忌避を隠さずに、通貨の低め誘導を図ってくる展開は警戒せざるを得ない。しかし、それらはブラックスワンというほどのものではなく、現実的に警戒すべきリスクだろう。



トランプ次期大統領の下での通貨外交に関し、ブラックスワンを想定するとした場合、それは「国際協調を絡めたドル安誘導」まで希求し始めるような展開かもしれない。極端な話、第二次プラザ合意を探るような動きである。今年 11 月時点でドル相場は名目実効相場(NEER)で見て 02 年 11 月以来、約 14 年ぶりの高値をつけている(前頁図)。今年、ドルは円に対して大きく下落したものの、実はドル相場全体としては殆ど下がっていないのである。言い換えれば、円以外の通貨に対する上昇余地は既に相当限られているのが実情である。例えば、トランプ次期大統領が通商上、目の敵にするメキシコのペソは対ドルでの史上最安値を断続的に更新している。このような状況がさらに極まっていくことを同氏は許すだろうか。同様のことは人民元相場に対しても言える。2016 年、ドル高相場の調整が進まなかったのはメキシコペソと人民元の 2 通貨が下落したことが大きい(表)。

16年1月～11月のドルのNEER変化率と寄与度

国名	シェア	16年1～11月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-5.7	1.2
ユーロ圏	16.6	-2.5	0.4
カナダ	12.9	3.0	-0.4
メキシコ	12.5	-16.4	2.0
日本	8.0	5.0	-0.4
韓国	3.6	0.3	-0.0
台湾	2.2	3.3	-0.1
スイス	1.5	-1.5	0.0
英国	3.1	-15.1	0.5
その他(残差)	39.6	-	-2.6
16年1月～11月のNEER	-	0.7	0.7

(資料) BIS、Bloomberg. NEERはBroadベース。
通貨変化率は15年12月31日～16年11月30日

かかる状況下、17 年を通してドル高が続いた場合、米国は基軸通貨としての影響力を行使することを選ぶかもしれない。多くの人は忘れているかもしれないが、今年 2 月の上海 G20(20 か国財務大臣・中央銀行総裁会議)に関し、事前には第二次プラザ合意への思惑があったし、事後には「暗黙の上海合意」に対する観測報道が材料視されドル全面安となった。現在のドル相場はその当時よりも高水準にある。ドル高が続けば、中国を筆頭とする新興国で資本流出が加速し、混乱が起きる。だからこそ、そのような国際協調の必要性が囁かれたはずである。今後のドル相場も上昇が続くのだとしたら、同種の観測が浮上する可能性はあろう。足許ではトランプノミクスをレーガノミクスと重ね合わせる向きが散見されるが、本当に「レーガノミクスの再現」ならば、行きつく先はプラザ合意である。17 年におけるブラックスワンとして警戒する価値のある事象と考えたい。

～英国の EU 離脱(Brexit)方針撤回～

17 年については「トランプの年」との下馬評が目立つ中で、同時に「欧州政治の年」との声も多く見られる。17 年のスケジュールを見ると約 3 か月に 1 回、EU の大国で総選挙が実施されるイメージになる。特に、イタリアで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。また、3 月のオランダ総選挙では反 EU 政党で EU 離脱を問う国民投票の実施を掲げる自由党が政権を奪取する展開まで囁かれている。しかし、これらも市場参加者の警戒の範疇に入るリスクシナリオの 1 つに過ぎないだろう。

欧州政治に関するブラックスワンを想定するとした場合、英国の EU 離脱(Brexit)方針が撤回される可能性に注目したい。英国から EU への離脱通知に関し議会承認が必要との司法判断が示されて以降、Brexit を巡るスケジュールには不透明感が強まっている。今後、議会の採決が得られなければ解散総選挙を経て「今一度、民意を問う」という可能性はゼロではない。その場合は離脱に対する国民の意思表示を再確認する意味が込められようが、果たして国民投票と同様の結果(離

脱)が得られるのかは定かではない。また、仮にメイ英首相が宣言した通り、17 年 3 月の離脱通知が行われたとしても、欧州委員会を筆頭とする EU 政策当局との協議が思うように進まないことを受けて、双方合意の上で離脱交渉が離脱方針の撤回へ傾くという流れもないわけではない。リスボン条約 50 条に基づく離脱通知は不可逆的との理解が通説だが、実際にはそのような明記はない(少なくとも再加盟を認める記述はある)。双方納得すれば、撤回は可能という展開も十分ありうる。何より、17 年に大国で総選挙が相次ぐことを踏まえれば、EU 政策当局にとって Brexit 方針は「揺らげば揺らぐほど良い」というのが本音だろう。

むしろ、国民投票で示された意思表示は簡単に覆されることはないというのがメインシナリオだが、投票後のばたつきを見ていると、離脱方針の遂行に不安を覚えずにはいられない。なお、Brexit 方針が撤回された場合、為替市場ではリスク許容度の改善から円売りが加速する可能性が高い。

～人民元相場のフロート化～

アジアに関してはやはり中国経済、特にその通貨政策にまつわるブラックスワンを警戒したい。過去 1 年間を振り返れば、FRB の政策正常化を受けて新興国から資金が流出、特に中国ではこれに応じて人民元相場の切り下げが行われた。現状の中国の通貨政策は「基調としては元安を追求しつつ、断続的な人民元買い介入によって急落は避ける」という軟着陸を意識した運営が続いている。資本流出が落ち着くまで、こうした対応でやり過ぎたいというのが本音だろう。今年の中央経済工作会议で公表された金融政策のスタンスが「慎重かつ中立的」とやや引き締め方向に調整されたのも、米中金融政策格差に応じた資本流出にブレーキをかけたいという思いの表れと見受けられる。

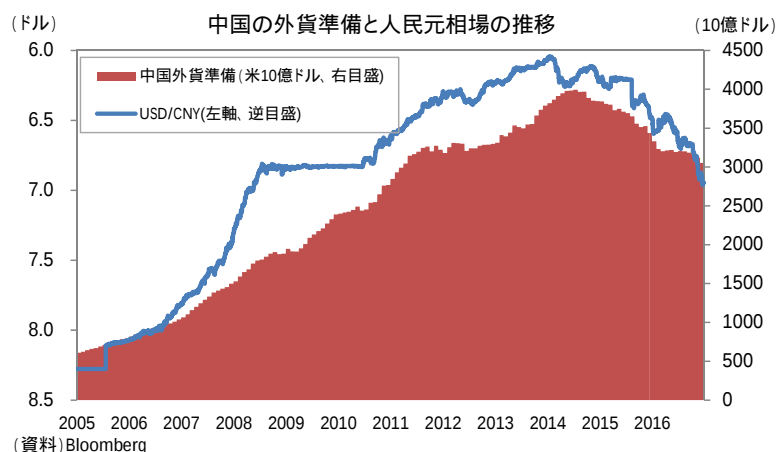
だが、そうした漸進的なアプローチ

を放棄し、一気にフロート化に踏み切るリスクもゼロではあるまい。昨年来、減少が続いている外貨準備は切り下げを経てもまだ市場が「あく抜け」に至っていないことの証左でもある(図)。仮に、現時点で為替介入の手を止めれば、人民元相場は急落するだろう。市場心理に歯向かうような為替誘導を続ける限り、その代償として外貨準備は確実にすり減っていく。

現状の外貨準備は約 3 兆ドルと市場(元売り)に立ち向かい続ける「弾薬」はかなり潤沢だが、減少が続く以上、どこかで「弾薬」の薄さにつけ込んだ投機アタックの可能性が浮上する。

もし、中国が将来的にフロート化したいのであれば、潤沢な外貨準備と共に十分な防衛力を備えている今が決断の好機である。急落を受け止めるだけの体力がなければ、そうした決断は下せまい。国際金融大国を志向する以上、追い込まれてフロート化「させられる」パターンを中国は望まないはずだ。一度下げたいところまで下げさせれば、痛みは急性的でも一時的なもので済むと思われる。

もちろん、昨年 8 月や今年 1 月のケースを振り返れば分かるように、人民元の大幅切り下げは中国経済への極度の不安を煽り、株や商品に代表されるリスク資産が軒並み底割れするような展開を



招く。しかも切り下げ後の混乱の記憶も新しいと思われることから、そのような展開はメインシナリオにはなりえない。しかし、17年のブラックスワン候補としては検討する価値があるのではないか。

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/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12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
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～
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～「熱する前に冷やす」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	トランプノ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(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
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～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場～レーガノミクスとの比較～
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	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノ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ックス～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直しへの影響
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」の可能性も念頭に～
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	世界にとつ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直し～)
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～「ドル高の罠」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～