

みずほマーケット・トピック(2017 年 1 月 30 日)

メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～

メインシナリオへのリスクを整理。大統領選挙以降、市場では「ゲームのルールが変わった」とか「世界が変わった」とかいったようなフレーズを安易に使う向きが目立つものの、簡単に世界は変わらないというのが筆者の立場。案の定、トランプ大統領の強い保護主義志向が極端な通貨・通商政策に繋がっており、真っ当に考えれば想定外のリスクはドル高方向よりもドル安方向。徹底的な保護主義姿勢と整合的な為替相場は言うまでもなくドル安であり、同氏の本音がどれだけ露骨に飛び出してくるかが為替相場にとって最大の注目材料である。率直に言って、ドル高が極まっていけば世界的には多くの不幸を生むことになる。そのようなコンセンサスが醸成されてくれば、国際協調に基づくドル安誘導、俗に言う第二次プラザ合意のようなリスクも想定する価値があろう。日増しに露わになるトランプ大統領の保護主義姿勢は通貨高との噛み合わせが極めて悪いというごく基本的な事実を念頭に置いて為替予想を行うことを強く推奨したい。

～世界は簡単に変わらない～

11 月以降、筆者は金利上昇、ドル高、株高に彩られたトランプラリーとも言えるべき相場展開に関し、「トレンドに乗るべき」という「攻めの姿勢」よりも「トレンドの転換を警戒すべき」という「守りの姿勢」が重要と強調してきた。大統領選挙以前は、米国(に限らずあらゆる先進国)の中立金利

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
世界	①	第二次プラザ合意	・国際協調によるドル高是正へ	円高ドル安
米国	②	FRB正常化の継続	・年3回利上げ、B/S縮小までを議論へ	円安ドル高
	③	トランプ大統領の財政政策	・「インフラ投資→物価高→利上げ→ドル高」の循環を加速。HIA導入	円安ドル高
	④	トランプ大統領の経済(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	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	欧州関連懸念	・フランス大統領選挙(ルペンシナリオ) ・メルケル敗北	円高ドル安

(資料)筆者作成

(≒潜在成長率)低下が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支配的だった。確かに、トランプ大統領誕生は大きな出来事だが、米国の潜在成長率がジャンプアップするほどの確信を抱く必要はない。市場では「ゲームのルールが変わった」とか「世界が変わった」とかいったようなフレーズを安易に使う向きが目立つものの、簡単に世界は変わらないというのが筆者の立場である。

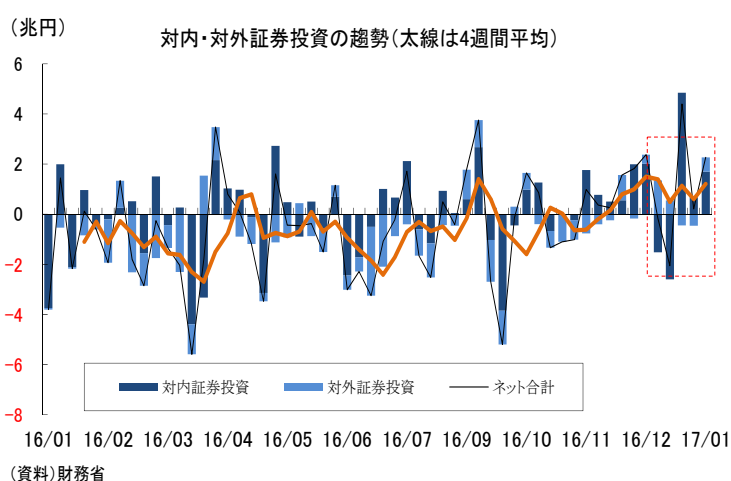
少なくとも、当選後に示されているトランプ大統領の内向き志向を見る限り、米経済ひいては世界経済が持続的な成長に向かう姿は描きづらい。例えば大統領選挙後に米10年金利は約+100ベーシスポイント上昇し、これに連れてドルインデックスも+5%以上上昇した。拡張財政(に対する期待)の副作用として生じたこれらの動きは、多かれ少なかれ、1～3月期の米経済に後ろ向きの影響を与えるはずである。住宅などの不動産や自動車などの耐久消費財に対する消費・投資意欲は

金利感応的なものであり、しかも景気を左右しかねない。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、円高・ドル安基調に収斂していくというのが筆者のメインシナリオである。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:FRB の正常化プロセス次第だが・・・～

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②FRB 正常化の継続と③トランプ大統領の財政政策に他ならない。実際のところ、③が市場期待以上に効果をあげれば、結果として②にも繋がるだろう。筆者は 2017 年の FRB も年 1 回程度の利上げしか実現できないと考えているが、依然ベールに包まれているトランプ政権下での財政政策が市場期待を凌駕するほど大型のものであった場合、米金利は急騰、インフレ期待も噴き上がる中で、ドル相場が騰勢を強める可能性はある。さらに、かつてブッシュ政権の下で実施された本国投資法 (HIA) が再現されるようなことがあれば、ドル相場はさらに押し上げられることになる。こうした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、筆者はそうした動きは異常と考え、戻り売りを推奨する立場だが、NY ダウ平均株価が史上最高値圏で推移する動きを見るにつけ、米実体経済の地力が意外に強いというアップサイドリスクもゼロとは言えない。とはいえ、既に歴史的な高水準に至っているドル相場を前に FRB が連続的な利上げを敢行するには相当な実体経済の強さが必要である。景気拡大局面が歴史的長期に差し掛かる中、そこまでの期待を抱く勇氣はやはり持てない。

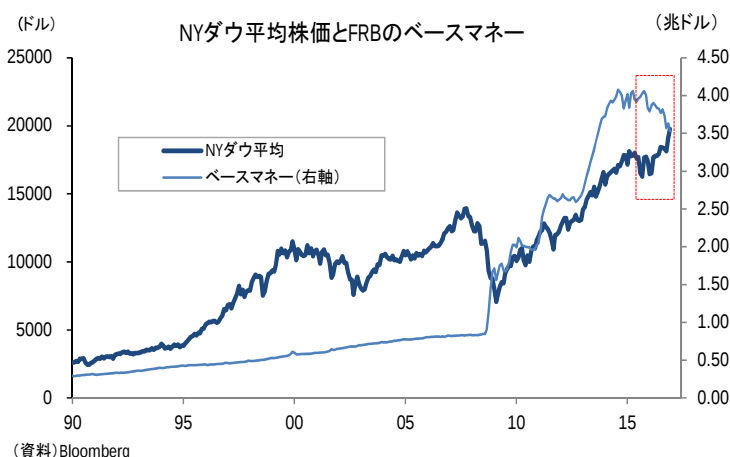
その他の円安リスクとしては引き続き本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクは警戒したい(⑤のリスク)。円金利が日銀によるイールドカーブコントロール (YCC) により人為的に抑制され、米金利が正常化プロセスに伴って上昇するのであれば、日米金利差は拡大の一途を辿るしかなく、本邦から海外への対外証券投資環境は改善する。基本的にドル/円相場が本邦主導で動くことは稀だが、そうした経路をもって円安が進むことはあり得る。しかし、米 10 年金利が 2.60% を突破して加速した昨年 12 月以降の対外証券投資の状況を見ると、むしろ売り越しが目立っている(図)。これは米金利急騰を受けてリスク許容度が毀損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、新年度を待たない限り、機動的な運用方針の変更にも至らないという投資家も多いだろう。さらに言えば、今後、日米金利差拡大に乗じて対外証券投資が加速し、その結果として円安が進んだ場合、米国がそれを容認し続けるかという論点もある。ゼロ% ペッグの結果として実現される日米金利差拡大、その結果として実現される円安・ドル高を指差して「実質的な為替介入」などと批判する可能性は今のトランプ大統領の



勢いを見ていると如何にもありそうに思えてくる。後述するように、トランプ大統領は他国による通貨安誘導を厳格に監視する姿勢を明確に打ち出している。むしろ日銀の政策が放置される可能性の方が低いのではないだろうか。

～円高リスク:米財務省のドル高警戒は強まるばかり～

片や、本欄が想定する以上の円高リスクもある。以上見たように、トランプ大統領の財政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(④のリスク)。そもそも11月以降に米金利が上昇しているのは巨額の財政出動を当て込んだものであって、これが期待外れの内容となれば米金利は低下し、円の急騰は不可避と考えられる。また、FRBの正常化プロセスが進む最中にあっても株価が崩れていないのは財政出動への期待も映じたものだろう。金融引き締めが露わになっている状況下、経験則に倣えば、株価は下押しを想定するのが自然に思われる(図)。財政出動の内容如何によっては米株も米金利も、そしてこれに付随してきたドルも調整は必至と思われる。



を想定するのが自然に思われる(図)。財政出動の内容如何によっては米株も米金利も、そしてこれに付随してきたドルも調整は必至と思われる。

また、財政政策に限らず、通貨・通商政策まで視野を広げればやはりトランプ政権への不安は強い。もはやこれまでの言動を振り返る限り、トランプ大統領に一方的なドル高相場を容認する度量があるとは思えない。公約通り、環太平洋経済連携協定(TPP)離脱の意思表示は既に行われており、北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉やメキシコ国境の壁建設にも前向きな姿勢が窺える。また、製造業に関しては国内企業であろうと、国外企業であろうと、米国内で生産させる方針に異様な執着を見せている。さらに今後の通商交渉に関しては「通貨安誘導に対し極めて極めて強い制限を導入していく」方針を表明している。今後展開していく2国間協議の中では、通貨安誘導を監視する為替条項を盛り込む意向を口にしており、いよいよ他国の通貨政策を縛るような可能性にも言及し始めている。こうした徹底的な保護主義姿勢と整合的な為替相場は言うまでもなくドル安であり、同氏の本音がどれだけ露骨に飛び出してくるかが為替相場にとって最大の注目材料となり続けるだろう。1月には米紙におけるインタビューの中でトランプ大統領がドル高を忌避するかのような発言を行い、相場の巻き戻しの契機となった。当該発言は対中批判の一環として示されたものであったが、これが対日批判と絡めて言及された場合、元よりファンダメンタルズが磐石な円はひとたまりも無いだろう。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、史上類を見ない「為替に言及する大統領」として円高をけん引する恐れもある。

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からの情報発信にも要注意である。今年3月17～18日にはドイツのバーデン＝バーデンで20か国財務大臣・中央銀行総裁会議(G20)が開催される。昨年を振り返れば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つ

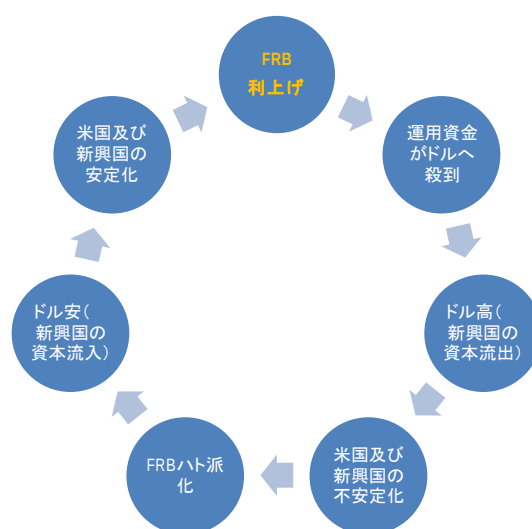
ている現状を踏まえれば、そのような動きに相場は神経質に反応するだろう。また、4月中旬に公表予定の為替政策報告書は当然、ドル高けん制の有無が極めて大きな注目を集めるはずである。同報告書は今年10月の公表時点でも、日本に向けた記述が相応に厳しいものとなっており、全体としても「監視リスト」に1か国(スイス)が加えられる動きが見られた。今年に入ってからドル相場の騰勢は幾分落ち着きを見せているものの、米財務省の通貨高警戒が高まることはあっても緩まることはないと考えるのが自然だろう。

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、何かにつけて「America First(アメリカ第一主義)」の世界観に固執するトランプ大統領が世界の通貨高の按分を全て引き受けてくれるだろうか。同氏の気質を考えれば、それは全く考えにくい。

～第二次プラザ合意の可能性は・・・～

ちなみに、過去の本欄ではFRBが利上げをしようとしても、これに付随するドル高や新興国市場の混乱などに足を取られて利上げが封じられてしまうという「ドル高の罠」という論点を強調してきたが(図)、この重要性は未だに健在と考えている。結局、FRBだけが利上げできる中央銀行である以上、利上げを通じたドル高は米実体経済の重石になるばかりか、中国を筆頭とする新興国からの資本流出を招き国際金融環境のリスクの芽となりかねない。要するに、ドル高が極まっていけば米中経済の不安定化に繋がりがねないのである。米中経済が安定しないところに世界経済の安定もないことは言うまでもない。また、ドル高・円安の進展は

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

日本にとって必ずしも良いことばかりではない。少なくとも120円を安定的に超えていた2014年後半から2015年前半にかけて、企業・家計・政府部門の全てにおいて円安コストが意識されるような風潮があった(実際、当時のGDPが芳しい結果とならなかったのは円安発・輸入物価経由の物価高が実質所得を蝕んだからだろう)。詰まるところ、日銀にとってのドル高(円安)は物価目標に近づく手段として有効と思われるものの、実質所得環境の悪化が不安視される国内経済主体、そして米国や中国に左右される世界経済にとってはさほど嬉しいものではないように思われる。むしろ、ドル高は極まっていけば、不幸を多く生む気がしてならない。

片や、ドル安はトランプ大統領下での通貨・通商政策にも合致することはもちろん、資本流出に伴う新興国市場の混乱を抑止する効果も期待できる。例えば、中国も無理なドル売り・人民元買い介入で消耗する必要がなくなる。また、日本も1ドル100～105円が購買力平価(PPP)であり、輸出・輸入企業双方にとってバランスの取れた水準にも思われることから、その程度のドル安ならば経済に甚大な影響が及ぶこともあるまい(2016年12月の日銀短観における想定為替レートは通期104.90円)。むしろ、円安・ドル高が止まれば消費者物価指数(CPI)が勢いを失うため日銀にとつ

ては不都合な動きであることは間違いないが、世界経済の安定と天秤にかけるほどの重さはない。

斯かる状況下、世界的に本当にドル高よりもドル安のメリットの方が大きいというコンセンサスが醸成されてくれば、やはり国際協調に基づくドル安誘導、俗に言う第二次プラザ合意のようなリスクはゼロではないのではないか(①のリスク)。直近の政治日程で言えば、上述したように3月17～18日にはG20があるが、為替が論点になり、ドル安志向の強い情報発信がなされる可能性は念頭に置いておきたい。実際、昨年2月末に開催された上海G20の前後には「第二次プラザ合意的な合意があったのではないか」との観測が浮上したことがあった。ドルインデックスで見れば、2017年1月時点のドル相場はその頃(昨年2月)よりも高いことを忘れてはならない。

なお、その他の円高リスクとしては欧州の政治リスクも見逃せない(⑦のリスク)。2017年はドイツ、フランスという2大国で総選挙が行われ、さらに昨年12月の国民投票で首相が交代したイタリアも年内総選挙が濃厚な情勢と伝えられる。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。例えば、フランス大統領選挙においては極右政党である国民戦線(FN)のマリーヌ・ルペン党首が主要な世論調査でリードしていると報じられており、これに加えて対立候補であるフィヨン氏に関する金銭スキャンダルも報じられるなど、予断を許さない。また、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。

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、トランプ大統領は想定以上に早いタイミングで露骨なドル高けん制を口にし始めており、円安の進行を予想するのはやはり困難に思えてならない。日増しに露わになるトランプ大統領の保護主義姿勢は通貨高との噛み合わせが極めて悪いというごく基本的な事実を念頭に置いて為替予想を行うことを強く推奨したい。

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

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
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の動向～実効ベースで複眼的に～
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～「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/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ボリシーミクス～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～