

みずほマーケット・トピック(2017 年 3 月 28 日)

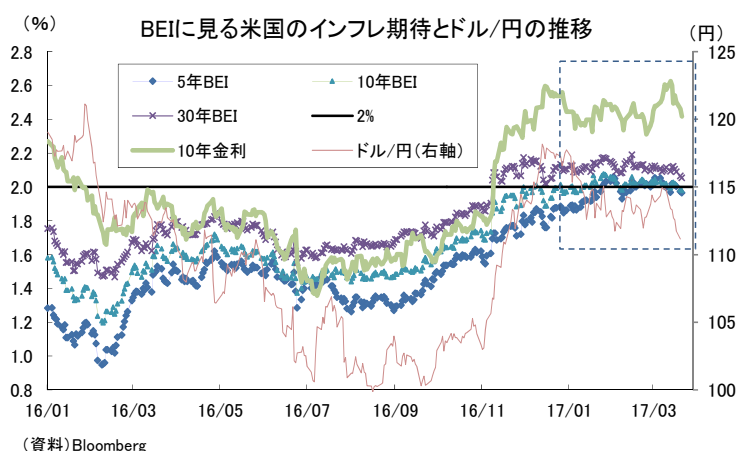
メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～

筆者が抱く基本シナリオに対するリスクを点検。為替相場見通しに関する基本認識は昨年11月以降、変わっていない。トランプ米大統領誕生が決定した11月以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えず、結果として持続性には疑義があるというのが一貫した筆者の立場。3月に入り顕著になった米金利とドル相場の調整はトランプ政権の政策執行能力に失望する動きであり、「過剰な金利高とドル高の修正」という色合いが強い。2月以降、「経済的に正しい」対応よりも「政治的に正しい」対応を志向し始めたFRBが連続利上げに踏み切る可能性は確かに警戒され、年3～4回の利上げという事態に至っ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、120円以上で安定する展開になっても不思議ではない。だが、3月の為替や金利の動きを見る限り、市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」に着目している模様。利上げが必ずしもドル高に直結するとは思えず。

～基本認識の正しさを確認した3月～

月末に差し掛かっているということもあり、筆者が抱く基本シナリオに対するリスクを点検しておきたい。為替相場見通しに関する基本認識は昨年11月以降、不変である。トランプ米大統領誕生が決定して以降に発生したドル高に関しては、その主因となった米金利上昇に盤石な裏付けがあるとは思えず、結果として持続性には疑義があると述べてきた。3月中旬以降、顕著になった米金利とドル相場の調整は明らかにトランプ政権の政策執行能力に失望する動きであり、「過剰な金利高とドル高の修正」という色合いが強い。昨年来、本欄では「分かりもしない財政出動の影響」より「既に起きてしまったこと(金利とドルの急騰)」を警戒すべきだと強調してきたが、3月の相場調整は正に「分かりもしない財政出動の影響」についてアテが外れた向きが手仕舞いした結果と思われる。

これまで繰り返し論じてきたように、一
国の指導者が代わったからといって、実
体経済の地力が急に改善するということ
はない。過去の本欄1でも議論したよう
に、市場が想定するインフレ期待である
ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)が
年初から横ばいのままである一方、名目
金利が上昇しているということは、理論
的には期待実質金利(≡潜在成長率)
が高まっていることを示している。だが、
そう考えるに足るだけの材料はないとい



¹ 本欄 2017 年 3 月 15 日号『米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMC を前に～』をご参照下さい。

うのが筆者の思いである(例えば銀行貸出などは全く盛り上がりがない)。とすれば、名目金利の上昇が行き過ぎているのか、BEI が出遅れているのかどちらかだが、筆者は前者と考えてきたし、3 月の相場つきはそうした考えと平仄が合うものであったと言える。今後、トランプ政権への期待剥落や FOMC メンバーの想定する金

利見通し(ドットチャート)の下方修正に沿ってドル相場も下げ足を速めるというのが筆者のメインシナリオである。だが、当然、シナリオには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。基本的に前月から大きく変わるものではない。

～円安リスク:「政治的な正しさ」を追求する FRB～

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本欄の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である。実際のところ、③が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。その意味では③に関し、市場期待を凌駕するほど大型の拡張財政が示唆された場合、米金利は急騰、インフレ期待も高まる中で、ドル相場が騰勢を強める可能性はある。かつてブッシュ政権の下で実施された本国投資法(HIA)のような税制が再現されれば、ドル相場はさらに押し上げられよう。しかし、2 月末の議会演説で示された 1 兆ドル程度の政策規模でそのような相場展開に至るとは思えない。

一方、②はどう考えるべきか。前月も述べたように、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きた。その 1 回が 3 月に実施されたため、基本的にはこれで打ち止めと考えるが、2 月以降、突然タカ派化している FRB の挙動が読みづらくなっているのも事実である。最近の変貌は、恐らく「経済的に正しい」対応よりも「政治的に正しい」対応を志向し始めた結果と推測される。筆者が「年 1 回程度しかできない」と考えるのは、景気拡大が成熟化し、実体経済指標にも過熱感が見られず、頼みの綱となる拡張財政の先行きも怪しい以上、利上げは「経済的に正しい」ものにはなり得ないという(ごく普通の)理由によるものである。

しかし、2 月以降の FRB は恐らくそのような考えを持っていないのだろう。常々、利上げのもたらすドル高の影響を盾にハト派姿勢を強調してきたブレイナード FRB 理事までもが利上げ支持に回っており、政策運営を決定する上での評価軸が変わった可能性を感じざるを得ない。推測の域を出るものではないが、民主党政権に指名された現 FOMC のメンバーが今後共和党政権に指名されるメンバーへ入れ替わっていくことを念頭に「出来ることは今やっておこう」という政治的な正しさが追求されているように思われる。これまでの言動を踏まえる限り、トランプ政権は利上げがもたらす(ドル高を含めた)景気引き締め効果を望まないだろう。2018 年に指名されるイエレン FRB 議長

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	第二次ブラザ合意	・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4回利上げ、B/S縮小に着手	円安ドル高
	③	トランプ大統領の財政政策	・HIA導入。市場想定を大幅に上回る拡張財政	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	・ヘッジ付き主体一オープン拡大へ?	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(ルペン大統領誕生) ・イタリア総選挙(五つ星運動による政権奪取)	円高ドル安

(資料)筆者作成

の後任も恐らくハト派寄りの人物になるはずである。

かかる状況下、財政・金融政策が巧く噛み合うことで(つまり②や③のリスクが顕在化し)、年 3～4 回の利上げという事態に至った場合は、本欄で想定している予想レンジを大きく上抜け、120 円以上で安定する展開になっても不思議ではない。しかし、3 月の相場を見る限り(特にベアフラット化している米イールドカーブを見る限り)、市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」に着目している。とすれば、利上げを重ねてもドル相場の反応は限定的なものになるのではないかと。

そのほかの円安リスクとしては本邦投資家による対外証券投資が加速するリスクが挙げられる(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、今のところ、トランプノミクスに賭ける格好で対外リスクテイクを加速させようという本邦投資家の動きは見られていない。むしろ現実には逆に対外資産を処分する動きが目立っている²。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という事実もあろうが、2.50%付近の米 10 年金利や 110 円以上のドル/円相場にそもそも高値警戒感を覚えるという向きが多いのだろう。また、ここにきて本邦の金融監督当局が外債投資をリスク視する姿勢を強めていることも対外投資を抑制する要因になるはずだ。

もちろん、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と思われ、4 月以降、対外証券投資の買いが加速してくる可能性はある。だが、そもそも米国の通貨政策がドル高相場を愉快に思っていない以上、そのような動きが主流になることは根本的に難しいという認識は持つべきである。4 月には、麻生財務相とペンス副大統領の間で合意した「新たな経済対話(以下日米経済対話)」もスタートし、金融政策も議論の俎上に上ってくることが考えられる。日米金利差を背景とする円売りドル買いも政治的なノイズに配慮したものにならざるを得ないだろう。

～円高リスク:4 月中旬は要警戒～

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスクもある。毎月述べているように、トランプ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(④のリスク)。繰り返し述べているように、昨年 11 月以降の米金利上昇はあくまで巨額の拡張財政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、梯子を外されたドル/円相場は急落を強いられる。3 月に見られた米金利低下とドル安の流れはこうした文脈で生じたものと考えている。オバマケアが修正に至らなかった事実は、当初より懸念されていた通り、トランプ政権の政策執行能力の欠如を示唆するものである。

また、財政政策に限らず通貨・通商政策まで視野を上げれば、やはりドル高予想には勇気が要る。これまでの言動を振り返る限り、トランプ大統領にドル高相場を容認する度量があるとは思えない。同氏の持つ保護主義志向を改めて論じる必要はないが、今後展開される通商交渉に関し「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(トランプ大統領、1 月 26 日)」方針を表明している経緯がある以上、やはり日米経済対話はドル/円相場の上値を押さえる材料と見なさざるを得ない。現状、同対話が予測期間中のドル/円相場を底抜けさせるような展開はないとの想定だが、

² 本欄 2017 年 3 月 14 日号『円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～』をご参照下さい。

米国の出方次第ではダウンサイドリスクとして 100 円割れも視野に入りかねない。そもそも現状の二国間の経済・金融関係に何の不満もなければ新たなプラットフォームを新設する理由はない。米国として何らかの修正していきたい論点があると考えるのが自然であろう。初会合はペンス副大統領の 4 月中旬の来日に合わせて開催される模様であり、為替政策報告書の公表時期とも被るため、同時期の円高急進は警戒したいところである。

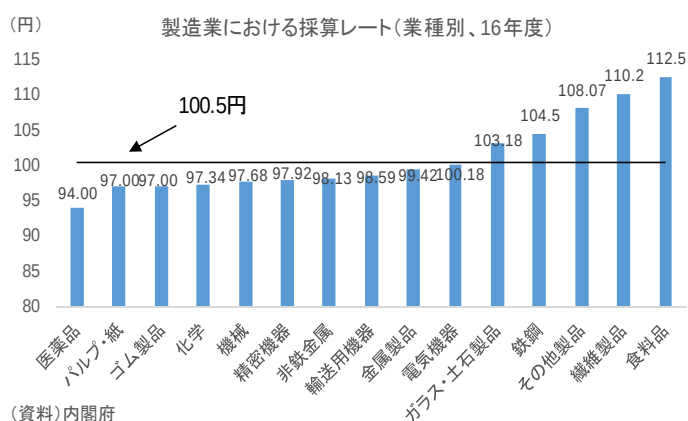
トランプ大統領が露わにしている徹底的な保護主義姿勢と整合的な為替相場は言うまでもなくドル安であり、そのような志向が日本に向けて先鋭化することがあれば、相対的に良好なファンダメンタルズを備える円は一気に世界の通貨高の按分を引き受けさせられるだろう。政治的安定性、経常黒字、対外純資産、物価等々のファンダメンタルズを勘案した場合、円は際立って優等生であり、残念ながら買われる筋合いはある。現在得られる情報を総合的に勘案する限り、米国の通貨・通商政策が 120 円以上の円安を許容し続けるような状況を筆者はどうしても想像できない。

～「高過ぎるドル相場の修正」という問題の所在は変わらず～

また、これまで繰り返し論じているように、FRB が利上げをしようとするれば、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「ドル高の罫」という論点は重要である。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市場に混乱をもたらしかねない。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かねないのである。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、過去の本欄³でも述べたように、ドイツの景気過熱問題が燃えるユーロ圏にとっても、過度な通貨安は実は望むところではない。ユーロ安が進み、ドイツ経済が改善するほど ECB の政策運営が困難に陥るという複雑な状況は今後重要な論点と考えられる。さらに、日本にとってもドル高・円安は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(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)。日銀にとってドル高(円安)は物価目標に近づく手段として有効と思われるが、実質所得環境の悪化を不安視する国内経済主体にとってはむしろ歓迎出来ない現象である。こうした状況を考慮すると、行き過ぎたドル全面高は結局、世界経済を不安定化させるように思えてならない。

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・人民元買い介入で外貨準備を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、2月中旬に内閣府『企業行動に関するアンケート調査』で明らかになった輸出企業の採算レ



³ 本欄 2017 年 2 月 10 日『再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～』をご参照下さい。

ートは 100.5 円である(前頁図)。100 円までの円高が進行したとしても、日本経済が不況に覆われるようなことは考えにくい。日銀による上場投資信託(ETF)買いが株価の下支えに効いている間は政府・与党も過度に円高を嫌気することはないのではないか(もちろん、中銀による株価維持が正しいかどうかという議論は別途ある)。円安・ドル高が止まれば消費者物価指数(CPI)の伸びは失速するため日銀にとっ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ことは言うまでもない。

かかる状況下、世界的に「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と筆者は考える(①のリスク)。今後、断続的に開催される G20 などの政治日程(4 月 20～21 日のワシントン、7 月 7～8 日のハンブルグ)で為替が論点になり、ドル安志向の強い情報発信がなされる展開を警戒したいところである。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 3 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。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治情勢も見逃せない(⑦のリスク)。3 月のオランダ総選挙は波乱なく通過し、現状のところ、4～5 月のフランス大統領選挙も極右政党である国民戦線(FN)のマリーヌ・ルペン党首の旗色が悪い状況にある。しかし、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指摘されており、2017 年、最大の欧州リスクはその点にありそうである。9 月のドイツ連邦議会選挙においては中道左派政党である社会民主党(SPD)から立候補しているシュルツ氏がメルケル首相(キリスト教民主同盟、CDU)を倒せるかが注目されているものの、それが大きなリスクイベントになると見る向きは少ない。シュルツ氏が勝利した場合、ドイツの拡張財政への道が開け、むしろ市場心理にとってはプラスに働く可能性もあろう。

以上、円安・円高、双方のリスクを簡単に整理したが、引き続き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最大のリスクである。現時点でこのリスクは上下双方向に広がっているが、3 月はどちらかと言えば下方向のリスクが強めに意識される展開が見られた。トランプ大統領の保護主義姿勢が通貨高と極めて噛み合わせが悪いという事実は衆目の一致するところであり、そこへ FRB が政治的な正しさを求めてタカ派化しているという危うさも重なっている。地力にそぐわない金利や通貨の上昇は景気減速に効いてくるはずだ。

総じて、昨年来の問題の所在は「高過ぎるドル相場の修正」であり、状況は一切変わっていない。ゆえに円高・ドル安見通しを修正する必要も全く無いというのが筆者の基本認識である。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
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～
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、為替相場の勘所～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～「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	トランプノミッ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(トランプノミッ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～レーガノミックスとの比較～
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	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関する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～②
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のテーパリング観測～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「欧州の滞滯主義」
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