みずほマーケット・トピック（2017 年 4 月 12 日）

試される「リスク回避の円買い」の妥当性

北朝鮮やシリア情勢に絡んだ地政学リスクの高まりからリスク回避ムードが高まっており、ドル/円相場は昨年 11 月以来の 110 円割れに。為替に対する影響を考えた場合、地政学リスクはそのまま「リスク回避の円買い」に直結するというのが定石だが、さすがに朝鮮半島を巡って軍事的衝突が生じた場合は勝手が異なる可能性。3 月 6 日の弾道ミサイル発射時、北朝鮮は「有事の際に在日米軍基地の攻撃任務を担う北朝鮮の部隊による発射訓練」と発表した。日本が攻撃対象となるような有事にリスク回避の円買いは考えにくく、今回ばかりは「リスク回避の円買い」の妥当性が試されている。なお、より現実的な円高リスクとしては、こうしたトランプ大統領による「国外への目線逸らし」が横行している最中で開催される日米経済対話はやはり警戒せざるを得ない。一時的に対立相手を仕立て上げ、これを攻撃することで存在感をアピールする手法が持ち込まれるのだとすれば、メイントピックは高い確率で通貨・通商問題になりうる。

～メインシナリオをトレースする地合い～

昨日の為替市場は北朝鮮やシリア情勢に絡んだ地政学リスクの高まりからリスク回避ムードが高まっており、従前の円ショートが巻き戻される中、円全面高の展開となっている。こうした状況下、ドル/円相場は昨年 11 月 18 日以来、約 5 か月ぶりに 110 円を割り込んでいる。大台を割り込んだ背景に地政学リスクがあるにせよ、2 月以降、FRB がいくらタカ派色を強めてもドル/円相場が上がらず、米金利もベアフラット化が進むという「笛吹けど踊らず」の展開が続いてきたことが重要である。結局は FRB の無理筋な正常化に市場心理が追いついていないというのが軟調なドル/円相場の真因であり、確実に本欄や『中期為替相場見通し』で想定してきたメインシナリオをトレースする地合いが続いている（4～6 月期は 107 円まで、今後 1 年では 100 円を臨む展開を予想）。

～北朝鮮問題の落としどころ～

先週 7 日に突如として行われた米軍によるシリア攻撃に関しては当初、軍事施設への限定攻撃であり、アサド政権打倒を企図した継続的戦闘行為ではないため、「1 回限り」とされていたことから市場も落ち着き払っていた面があった。しかしその後、スパイサー米報道官から再攻撃の可能性が示唆されるなど、現状のところでは完全収束の気配はない。

また、今週に入ってからは北朝鮮情勢が混迷の度を深めていることが市場心理に相当強い影響を及ぼしている。昨日、トランプ米大統領はツイッター上で「北朝鮮が面倒を起こしそうである。中国が協力を決断するのであれば、それは素晴らしいことだ。しかし、仮にそうでないにしても、我々だけで問題を解決するだろう」と述べ、これを契機に金融市場では一気にリスク回避ムードが高まった。これ以前には先週 6～7 日のフロリダ州で開催された米中首脳会談の席で「もし中国が北朝鮮問題を解決するなら貿易問題で米国とははるかによい取引をすることができると説明した」とトラン

プ大統領は明らかにしている。この点、北朝鮮核問題を議論する6か国協議で中国首席代表を務める武大偉・朝鮮半島問題特別代表が「中国はいかなる場合でも北朝鮮の核保有国としての地位を認定、黙認しない」と述べたことが昨日、報じられている。以上のような状況を総合すれば、北朝鮮問題の落としどころは、中国が北朝鮮問題で米国に協力することを引き換えに対米通商交渉で有利な条件を獲得する。中国の助力もあり北朝鮮は当面、大人しくなる。この間、米国(トランプ大統領)は国内政策運営から支持層の目を逸らすことが出来るといったところであろうか。

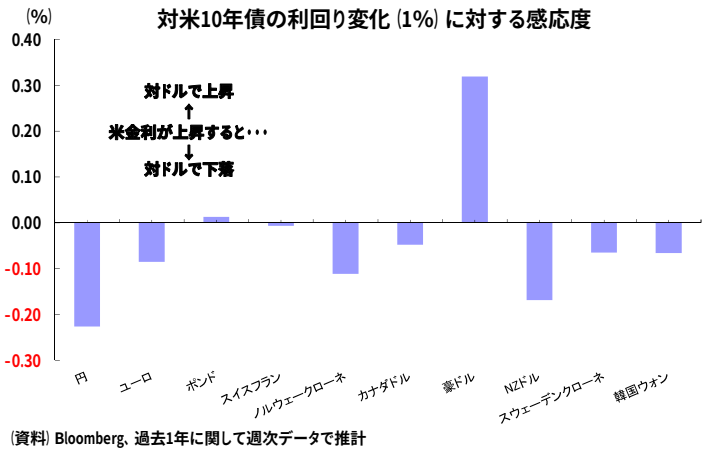
～試される「リスク回避の円買い」の妥当性～

日本からすれば、朝鮮半島有事は経済・金融・外交・社会のあらゆる面で不安視されるところである。為替に対する影響を考えた場合、地政学リスクはそのまま「リスク回避の円買い」に直結するというのが定石だが、さすがに朝鮮半島を巡って軍事的衝突が生じた場合は勝手が異なるかもしれない。3月6日の弾道ミサイル発射時、北朝鮮は「有事の際に在日米軍基地の攻撃任務を担う北朝鮮の部隊による発射訓練」と発表した。日本が攻撃対象となるような有事にリスク回避の円買いは考えにくい。その際は株、為替、債券のトリプル安になるというのが妥当な想定であり、常々述べているように、逃避通貨の地位は世界最大の経常黒字を抱えるユーロへと引き継がれるだろう。今回ばかりは「リスク回避の円買い」の妥当性が試されていると言える。また、日本の有事には米軍の応戦が見込まれることから有事のドル買いも考えにくい。ドルが買われるよりも金が買われる方が理に適っているだろう。目先では4月15日が金日成国家主席の誕生日、25日が朝鮮人民軍創設記念日であり、この前後では北朝鮮による威嚇行動が不安を煽る展開を警戒したい。

また、こうしたトランプ大統領による「国外への目線逸らし」が横行している最中で開催される来週18日の日米経済対話も懸念を抱かざるを得ない。一時的に対立相手を仕立て上げ、これを攻撃することで存在感をアピールする手法が持ち込まれるのだとすれば、メイントピックは高い確率で通貨・通商問題になるだろう。過去の本欄[1]で強調してきた「理不尽な円高」のリスクが高まっている。

～引き続き100-105円のレンジ回帰を想定～

大台を割り込んだドル/円相場の今後に関してはどのように考えるべきか。引き続き、筆者は大統領選前の水準である100～105円のレンジに回帰するとの予想を堅持している。繰り返し述べているように、昨年11月以降の金融市場はトランプ政権による拡張財政ありきの展開である。景気過熱が物価上昇を引き起こし、これがFRBの連続利上げを後押しするとの思惑から米金利は11月以降の2か月間で最大で100ベーシスポイントも上昇した。これだけ米金利が上昇すれば、当然ドルも買



(資料) Bloomberg、過去1年に関して週次データで推計

[1] 本欄2017年1月25日号『貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～』をご参照下さい。そのほかロイター外国為替フォーラム『理不尽なトランプ円高に備えよ』や東洋経済オンライン『優等生の「日本円」はトランプに苦しめられる』などをご参照下さい。

われることになり、ドルインデックスは+6%以上上昇した。この米金利上昇に最も敏感に反応したのが円である（前頁図）。今後、地政学リスクの高まりが続き、リスク資産（株）から安全資産（債券）への資金シフトが続くのだとすれば、米金利は低下が続くことになる。金利上昇に最も敏感に反応した以上、低下にも同様の反応を示す可能性は高く、現局面で最も買われやすい通貨はやはり円となるのではないか。昨日の 110 円割れは米 10 年金利が 2.3%を割り込んだことが契機になった。

そもそも、天候要因とはいえ、米 3 月雇用統計について非農業部門雇用者数変化が市場予想の半分程度に止まったことや、天候要因とはさして関係が無いと思われる平均時給に加速が見られなかったことを見ても FRB が順風満帆な正常化プロセスを推進出来るのかは疑わしい。昨年は利上げ前提の安易な円安・ドル高予想が惨敗した年だったが、恐らく今年もそうなる可能性が高いように思われる（FRB がこれほどタカ派化してもドル高にならないのだから、状況は昨年よりも悪いかもしれない）。トランプ大統領誕生によって拡張財政への期待から「世界が変わった」と先走り、リフレトレードが流行したものの、そのムードもピークアウトした感が強い。今のところトランプ大統領によって「世界が変わった」とすれば、過度な保護主義と地政学リスクの高まりだろうか。それはどう見ても円高・ドル安を後押しする材料である。

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に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4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベーシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版（ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～）
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状（2016年12月末時点）
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年2月分）
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～
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読むか～FOMCを前に～
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信感～）
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