

みずほマーケット・トピック(2017年4月25日)

メインシナリオのリスク点検～燻る「第二次プラザ合意」疑惑～

基本シナリオに対するリスクを点検。引き続き、「過去3年間のドル高相場には調整が必要」と筆者は考えているが、リスクは上下双方向に広がっている。本欄にとって警戒される円安リスクはトランプ大統領の財政政策が市場期待を凌駕するほど大きく、これがFRBの正常化プロセスを後押しするという展開。市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」をしっかり見極めようとしており、利上げとドル高がリンクするためには、しっかりとした拡張財政の効果が必要と思われる。だが、共和党主流派に収斂しつつあるトランプ政権が大型財政を実現する難易度は高そう。一方、ワシントンG20に絡めて報じられている第二次プラザ合意への思惑は気がかりであり、これは想定以上の円高に繋がり得る話だろう。また、北朝鮮問題を巡って米国と中国が急接近している中、為替問題の矛先が日本やドイツに向いてくる可能性も。総じて、予測期間中は円安リスクよりも円高リスクの方が大きいという印象は変わらず。

～引き続きテーマはドル高是正～

毎月末通り、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。本欄の基本シナリオは昨年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。また、4月にはトランプ大統領からドル安と金利低下を好むといった趣旨の発言がはっきりと見られた。本欄でも論じたように、注目の為替政策報告書では円の実質実効為替相場(REER)が長期平均に照らして割安との言及もあった。この状況で円安・ドル高を予想するのはかなり勇気が必要である。むしろ、明日発表の税制改革案が相場の流れを変える可能性はある。だが、それとて効果が顕現化するのには今年ではなく来年であり、経済指標でこれを確認するのはさらに遅いタイミングになる。

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。4月に入ってから、市場が想定するインフレ期待であるブレイク・オープン・インフレ率(BEI)も名目金利もともに低下しており、10年金利は節目と見られた2.2%を割り込む動きが見られた。トランプノミクスへの期待に往時の勢いはもうない。もちろんトランプノミクスとは無関係に米実体経済の力強さに期待する向きはあり、FRBの正常化プロセスに応じた円安を予想する声も依然としてある。しかし、政治(通貨政策)としてドル高を望まず、しかも大統領自身が「低金利が好き」と言っている状況で本当にFRB(金融政策)の正常化プロセスなど進むのだろうか。やはり疑問である。物価に代表される実体経済指標も磐石とは言えないことも忘れてはならない(3月の米消費者物価指数は前月比変化率に関し、予想外のマイナスだった)。引き続き、過去3年間のドル高相場には調整が必要というのが今後1年のテーマと筆者は考える。

～円安リスク:円安継続には相当な拡張財政が必要～

だが、シナリオにはリスクも付き物である。以下では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下表であり、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。

まず、円安リスクから整理しておきたい。やはり最大の円安リスクは②トランプ大統領の財政政策と③FRB 正常化プロセスの継続である。言うまでもなく両者は相互関連しており、②が期待以上に効果をあげれば、結果として③にも繋がる話になる。いや、トランプ大統領がドル高と金利上昇を嫌っているのが明らかである以上、②が相当効果を上げなければ③は進められないとい

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	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
	③	FRB正常化プロセスの継続	・年4回利上げ、B/S縮小に着手	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	・ヘッジ付き主体からオープン拡大へ?	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	・英国解散総選挙でメイ敗北 ・イタリア解散総選挙で「五つ星運動」が政権奪取	円高ドル安
その他	⑧	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安?

(資料)筆者作成

う方が正しいかもしれない。年初からの経緯を見ても分かるように、トランプ大統領は議会運営に苦慮しており、極端な主張を持つ側近も閣内から去っている。これは見方を変えれば、トランプ大統領が共和党主流派へ徐々に収斂しているとも考えられる。とすれば、伝統的に拡張財政を避ける共和党議会を説得して、大型財政を決定するのは普通に考えれば困難だろう。

このような考え方を前提とすれば、市場期待を凌駕するほどの拡張財政が打ち出された場合、期待が剥落していた米金利は急騰し、インフレ期待も再び高まるだろう。当然、そうした状況でドル相場も騰勢を強めるはずである。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、ドル相場の上昇は必至である。しかし、少なくとも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、③はどう考えるべきか。これまで繰り返し論じているように、FRBは「経済的な正しさ」よりも「政治的な正しさ」を重視しているように見受けられる。物価に過熱感は見られず、与信関連統計にも資金需給のひっ迫は見られていない。普通に考えれば利上げの手は止めても不思議ではないが、FOMCは依然、年内あと2回の利上げを展望する状況にある。推測の域を出るものではないが、やはり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」という政治的な思惑があるのではないか。こうした状況下、②で言及するような、想定外の追い風が吹いた場合、FRBは尚のこと、利上げを躊躇わないだろう。これはやはりドル高に繋がる。

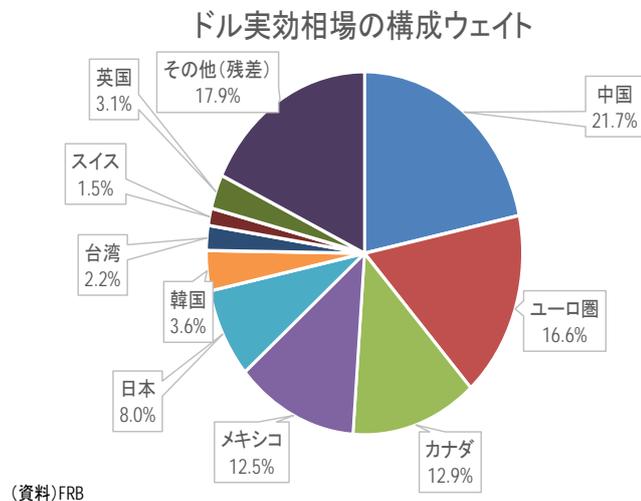
かかる状況下、財政・金融政策が巧く噛み合うことで(つまり②や③のリスクが顕在化し)、年3～4回の利上げ(+バランスシート縮小)という事態に至った場合は、本欄で想定している予想レンジを大きく上抜け、120円に到達する展開になっても不思議ではない。ベアフラット化が定着している米金利市場を見ても分かるように、市場は利上げの「回数」よりも、その背後にある「理由」をしっかり

見極めようとしている。この状況で「米金利上昇→ドル高」を演出するには拡張財政による刺激について、相当な強度が必要というのが筆者の考えである。

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、過去の本欄でも見たように、今年度に関して本邦機関投資家の積極的な対外リスクテイクを期待するのは難しそうというのが実情である。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影響するだろう。

～円高リスク:消えない「第二次プラザ合意」への懸念～

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスクもある。昨年来の本欄では「第二次プラザ合意」の可能性(①)を警戒しているが、4月のワシントンで開催された20か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議ではそうした懸念を裏付けるような動きが見られた。報道によればG20会議後、共和党関係者や経済学者ら100名弱が集まって、プラザ合意の再現をテーマに会合が開催されたという(4月23日、日本経済新聞)。会議ではプラザ合意時の高官であるボルカー前



FRB議長やベーカー前米財務長官がビデオ講演を行い、ノーベル経済学者のマンデル氏も出席したという。特に、大統領選挙戦中にトランプ大統領の経済顧問を務めたジュディ・シェルトン氏からは「トランプ政権には相場安定を目指して主要国間で新しい通貨協定を結ぶアイデアがある」とのコメントが見られており、看過出来るものではない。仮に、第二次プラザ合意のような協定が締結される場合、ユーロや円はもちろんのこと、人民元やカナダドル、メキシコペソまで巻き込まなければ実効ベースのドル高是正には至らないため(図)、調整のハードルは高いと思われる。しかし、上述のような報道を見る限り、あり得ないこと(ブラックスワン)として一蹴するのも憚られる論点だろう。

なお、4月に公表された為替政策報告書では「米国民全体にとって自由で公正な貿易を拡大するという意味では、他国が不公正な為替習慣や継続的な為替相場のずれ(**persistent exchange rate misalignments**)を回避しなければならない」との記述が見られている。「継続的な為替相場のずれ」を補正するために、米国が何らかの大掛かりな仕掛けに打って出る可能性は否めない。

また、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月以降に見られている米金利低下とこれに

付随するドル安はそうした文脈で理解すべきものである。4 月以降の米金利低下やドル安も地政学リスクや欧州政治リスクと絡めて解説されやすいが、根本的にはトランプノミクスや FRB の正常化プロセスへの信認が低下しているという事実があって、それらの要因は二次的、三次的なものだろう。

また、4 月はトランプ大統領による「ドルが強くなり過ぎている (getting too strong) と思う」との発言が取り沙汰された。通貨・通商政策に関するこうした赤裸々な言動 (いわゆる為替相場への「口先」介入) は今後も各種インタビューやツイッターもしくは公式の演説などを通じて断続的に警戒されよう。もちろん、繰り返されているゆえにサプライズにはならないという見方もあるかもしれない。しかし、「内政で失点を重ねるほど、自らの権限が及びやすい通貨・通商政策 (及び安全保障政策) で挽回を図る」というのが最近のトランプ政権の実情であり、この傾向は今後も変わりそうにない。時とともに言動が先鋭化し、結果として①で指摘したような第二次プラザ合意への着想にも繋がりがかねないことには警戒しておきたい。 その場合、優に 100 円を割り込む展開まで想定する必要がある。

いずれにせよ、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、これが日本に向けて先鋭化する展開は要警戒である。4 月に入ってから 北朝鮮問題を巡って米国と中国が急接近しており、市場で注目された 4 月 12 日付の WSJ 紙とのインタビューでトランプ大統領は中国について「かなり以前から為替操作国ではなくなり、人民元の下落を防ごうとしてきた」と 180 度主張を変えてきている。 それでもドル高に対する問題意識が変わらないのだとすれば、為替問題の矛先は日本やドイツに向いてくる可能性があるだろう。

～その他円高リスク:北朝鮮でも円買い?～

そのほかの円高リスクとしては欧州政治情勢や地政学リスクが見逃せない (⑦及び⑧のリスク)。注目されたフランス大統領選挙に関しては第一回投票を経て、中道・独立系候補のエマニュエル・マクロン元経済産業デジタル相と国民戦線 (FN) のマリーヌ・ルペン党首が 5 月 7 日の決選投票へ進出することが決定した。現時点ではマクロン氏の勝利が濃厚と見られており、フランスの EU 離脱といった極端なシナリオは回避されそうである。しかし、フランス大統領選挙は数ある欧州政治リスクの 1 つに過ぎない。昨日の本欄でも述べたように、今のところ無事に政治的混乱を回避したオランダやフランスは比較的、通貨ユーロへの信認が高い加盟国である (表)。来年 5 月までにはユーロ圏 4 大国において通貨ユーロへの反対が最も多いイタリアで解散・総選挙が予定される。反 EU 政党「五つ星運動」の政権奪取が警戒される同国こそが今年から来年にかけての最大の欧州政治リスクと見て間違いない。当然、欧州政治を巡るリスクオフムードは大きな円高材料となるだろう。

通貨ユーロに賛成か、反対か (%)

	賛成	反対	不明
ドイツ	81	15	4
フランス	68	28	4
イタリア	53	37	10
スペイン	71	25	4
オランダ	77	22	1
ベルギー	76	23	1
ポルトガル	74	23	3
ギリシャ	68	30	2
ハンガリー	52	43	5

(資料) 欧州委員会『ユーロバロメーター』(16年秋調査)

また、トランプ政権のシリア攻撃を機に地政学リスクの高まりを理由とする円買いが勢いづく場面が 4 月以降増えている。問題は日本本土への攻撃まで視野に入る朝鮮半島情勢の緊迫化を「リスク回避の円買い」として処理するのが正しいのか否かという論点だが、現状では、そのような理解が市場では支配的である。 「リスク回避の円買い」が生じる最大の根拠は「日本は世界最大の対外純

資産国だから」という部分にあり、確かにその事実は北朝鮮の本土攻撃でも変わらない事実である。とはいえ、継続的な着弾や地上戦という展開にまで至った場合、トリプル安(株安・円安・債券安)を視野に入れることも必要かとは思われる。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、ここにきて第二次プラザ合意の可能性に関し、現実味をもって報じる向きが出てきているのは気がかりである。トランプ政権の内政でのつまずきが続けば、究極的にあり得ない話ではないと考えるべきだろう。また、トランプ大統領の存在を抜きにしても、昨年来の問題の所在が「高過ぎるドル相場の修正」であることに関し、状況は殆ど変わっていない。急激な金利上昇とドル高が消費・投資意欲を削ぐ中、FRB の正常化プロセスに過度な期待を抱くのは難しいはずだ。引き続き、円高・ドル安見通しを修正する必要は全く無いと考える。

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.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24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けれない戦い」へ～
2017年4月17日	米為政政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベー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	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシユカリへ～
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～内政の奇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讀むか～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を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(PSPPP)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～円高警戒は解かず～
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～「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	イタリア国民投票プレビューと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～)