

みずほマーケット・トピック(2017 年 5 月 29 日)

メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～

毎月末通り、本欄の基本シナリオに対するリスクを点検。基本シナリオは昨年 11 月以降、不変である。これまで筆者はトランプ米大統領誕生に伴い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論じてきた。5 月に入り強まったロシアゲート疑惑を受けて、そうした基本シナリオの確度は一段と強まったと言える。しかし、基本シナリオからの逸脱をもたらすリスクは上下双方向に広がっているため、改めて整理しておきたい。客観的に見て、円安リスクよりも円高リスクの方が増えているという印象は強い。ロシアゲート疑惑を受けてトランプ政権の内政運営が混迷を極める中、外向けの立ち回りは一段と派手で分かりやすいものに傾斜していく可能性が警戒される。

～G7 を受けてもドル高警戒変わらず～

先週末の為替相場は小動きの展開。週末、イタリアのタオルミーナで開催された主要 7 개국(G7)首脳会議は首脳宣言に「保護主義と闘う」との文言が盛り込まれた一方、「不公正な貿易慣行に断固たる立場を取る」といった米国の主張も盛り込まれ閉幕した。今回特に注目されているキーワードは「相互利益(reciprocal benefits)」であり、これが二国間貿易の在り方を重視する米国の思惑を反映していることは言うまでもない。ロシアに対する機密漏えい問題(通称ロシアゲート疑惑)を受けてトランプ政権の内政運営が混迷を極める中、外向けの立ち回りは一段と派手で分かりやすいものに傾斜していく可能性が高いだろう。為替相場では、やはり断続的なドル高けん制を警戒したい。

～ロシアゲート疑惑で高まったメインシナリオの確度～

本日の本欄では、毎月末通り、本欄の基本シナリオに対するリスクを点検しておきたい。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に伴い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論じてきた。5 月に入り強まったロシアゲート疑惑を受けて、本欄のこうした基本シナリオの確度は一段と強まったと言える。大統領弾劾は極端なリスクだとしても、この問題を收拾しない限り、経済政策どころではないのは事実だろう。元より昨年 11 月以降、何故、金利やドルが上昇したのかを思い返すべきである。未曾有の拡張財政を迅速かつ効果的に執行できないのであれば、戻るべきは大統領選挙前の相場と考える。

実際、5 月に入ってドルインデックスは 11 月 9 日以来の安値に回帰している。期待の剥落を象徴する動きだろう。米金利についても、筆者はやはり下方リスクが大きいと考える。5 月下旬に入り、複数の FRB 高官がハト派色の強い言動を隠さなくなっている。6 月以降の経済指標の仕上がり次第ではあつという間にこうした意見が支配的になる可能性がある。元より実質実効為替相場(REER)ベースで見たドル高が解消されていないところへ、ロシアゲート疑惑や FRB の弱気化が重なってい

るのが現状であり、ドル高への調整警戒は強い。引き続き、過去 3 年間のドル高相場の調整が今後 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～

とはいえ、シナリオにはリスクもある。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。客観的に見て、円安リスクよりも円高リスクの方が増えているように感じられる。

まず、円安リスクから整理しておく。これまでも述べてきたように、本欄にとって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

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	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	・2017年、2018年、共に年4回利上げへ	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、過剰な通貨高けん制	円高ドル安
日本	⑤	ロシアゲート疑惑の混迷	・トランプ大統領弾劾へ	円高ドル安
	⑥	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
	⑦	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	⑧	欧州関連懸念	・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	⑨	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

(資料)筆者作成

果をあげれば、結果として③にも繋がる話になる。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う方が正しいかもしれない。しかし、上述したように、当面のトランプ政権は財政政策を含めた経済政策の議論を進められる状況ではなく、②に対する市場期待は相当後退している。それだけに昨年 11～12 月に見たようなリフレ期待を今一度煽ることができれば、アップサイドリスクは確かに大きいと言える。しかし、これを予想するだけの材料は今のところ乏しいと言わざるを得ない。

一方、③はどう考えるべきか。本論¹でも繰り返し論じているが、FRB の正常化プロセスはもはや糊代論であることを隠さなくなっており、実体経済の強さに応じた政策運営とは言えない。実際、複数の FRB 高官は自信を失い始めているように見える。リスクシナリオと思われた年内の B/S 縮小はもはやメインシナリオの範疇に入ってきており、この点は本欄が想定した以上の展開である。このまま 9 月や 12 月の FOMC も利上げを決定した上で、2018 年についても年 4 回の利上げや相当規模の B/S 縮小が提示されるようなことがあれば、ドル/円も失速することなく上昇を持続するだろう。だが、引き締めの動機が実体経済の過熱防止ではなく将来の不況に備えた上での糊代稼ぎではその持続性に難があると考えるのが自然である。実際、年内の B/S 縮小まで視野に入ってもドル相場が殆ど上がっていない状況がその証左ではないか。6 月には利上げするであろうし、年内に B/S 縮小に向けた道筋をつけるのだろうが、そうした政策運営に市場が米債売り・ドル買いで追随してくるのかどうかは別問題である。筆者はそうはならないと考えている。

以上を総括すれば、円安リスクとして警戒されるのは財政・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)、2017 年および 2018 年について「年 4 回の利上げ+B/S 縮小」という展開が市場の信認を伴う格好で織り込まれる展開である。その場合、本欄で想定している予想レン

¹ 本欄 2017 年 5 月 24 日号『相次いで弱体化する FRB 高官～動揺する唯一の支え～』をご参照下さい。

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。確かに、今の FRB ならば実際に複数回の利上げや B/S 縮小に手をつける可能性はあるが、市場の信認を伴うには実際に経済・金融指標に過熱感が生れることが必要である。そのために必要な要素が②なわけだが、その見通しは現状、明るいものではない。重要なことは、利上げの「回数」や B/S 縮小の「有無」ではなく、その背後にある「理由」である。その「理由」が不安なものである以上、②や③は警戒しつつも可能性の高いリスクだとは思えない。

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(⑥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(おりしも VIX 指数は下がっており、これもキャリー取引には追い風である)。「日本人の円売り」が円安の一助となる可能性は完全にゼロとは言えない。しかし、過去の本論²で見たように、2017 年に入り 5 か月が経とうとしているが、本邦投資家の対外リスクテイクはかなり控えめなものにとどまっており、需給の風景は昨年比で大分変わっている。恐らく、⑥のリスクも、上述の②や③のリスクが顕現化した時に本格的に浮上してくるものであって、それら 3 つのリスクはセットで考えるべきかもしれない。やはり可能性が高いとは言えない。

～円高リスク:割を食うのはやはり円に?～

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、この点は引き続きリスクとして留意すべきものである。今年 4 月のワシントン G20 会議後、米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³が開催されたことが話題になった。(4 月 23 日、日本経済新聞)。米国が本格的なドル高是正を望んだ場合、ユーロや円はもちろんのこと、実効ドル相場で大きなウェイトを占める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ならないため、やはり第二次プラザ合意のような協定が必要になってくるだろう。

そこまで大きな話にならなくとも、ロシアゲート疑惑を経て、トランプ大統領の内政運営は厳しさを増しており、直ぐに効果が期待できる通貨・通商・外交政策などで挽回しようとする可能性は心配したい。この点、④で言及しているような、過剰なドル高けん制が不安視される。5 月初旬に商務省が貿易統計と共に公表した臨時声明文は「無理が通れば道理が引込む」を地で行くものであり、今後のトランプ政権のやり口として注目されるものだった。例えば、年内に開催される第 2 回日米経済対話は円滑に終わるのだろうか。挨拶代わりのような第 1 回と異なり、第 2 回からは本格的な交渉が始まるだろう。対米貿易黒字の調整経路として「量」なのか、「価格」なのかという点が注目されるが、日本側が「量」を拒み続ければ、為替相場を通じた「価格」調整に訴えかけてくる可能性はある。その場合は本欄の想定を超え、100 円を優に割り込む円高もあるだろう(もともと円高が進んだとしても、それで対米黒字が満足に縮小するのかどうかは別問題である)。

² 本欄 2017 年 5 月 11 日号『円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～』をご参照下さい

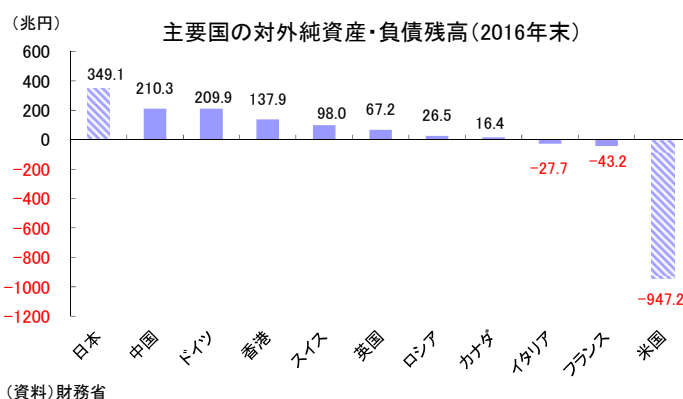
³ 会議ではプラザ合意時の高官であるボルカー前 FRB 議長やバーカー前米財務長官がビデオ講演を行い、ノーベル経済学者のマンデル氏も出席したという。特に、大統領選挙戦中にトランプ大統領の経済顧問を務めたジュディ・シェルトン氏からは「トランプ政権には相場安定を目指して主要国間で新しい通貨協定を結ぶアイデアがある」とのコメントが見られている。同会議は市場の注目をさほど集めなかったが、看過出来るものではないだろう。

前月の本欄でも述べたように、北朝鮮問題を巡って米中が急接近した結果、トランプ大統領は中国について「為替操作国ではない」、「人民元の下落を防ごうとしてきた」などと中国を懐柔する姿勢に転じている。こうした状況下でもドル高に対する問題意識は容易に変わらないのだとすれば、どこかの国が中国の分まで通貨高の按分を引き受けさせられる可能性はある。商務省の声明文がメキシコと日本だけを名指ししていた経緯などを踏まえれば、やはり円が割を食う可能性が高い。

～リスクバランスは円高に傾斜～

そのほかの円高リスクとしてはロシアゲート疑惑がもたらす究極的な結末としてのトランプ大統領弾劾も円高リスクも今月からは追加している(⑤のリスク)。ほかにも欧州政治情勢や地政学リスクが引き続き見逃せない(⑧および⑨のリスク)。欧州政治情勢はマクロン仏大統領の誕生により足許では小康を得ているが、予測期間中にはイタリアで解散・総選挙が実施される(2018年5月までに実施)。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く、国際金融市場もこれに釘付けになろう。

そのほか、米国のシリアや北朝鮮に対する出方次第では再び4月に見たような地政学リスクの高まりを理由とする円買いが勢いづく可能性がある。「北朝鮮有事で円買いはおかしいのではないか」という意見は一理あるものの、結局のところ、「リスク回避の円買い」は「世界最大の対外純資産国」という日本の対外経済部門の強さを評価した結果である。この



点、5月26日に財務省より公表された対外資産・負債残高統計によれば日本の対外純資産は349兆1120億円と26年連続で世界一であったことが確認されている(図)。むしろ、着弾の上、戦闘行為が本土にまで及べば市場の反応も変わってこようが(恐らくその場合はトリプル安だろう)、米国と北朝鮮が外交上の罅迫り合いをしているうちは円高材料との整理で問題あるまい。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、どちらかと言えばリスクは円高方向に傾斜しているように思われる。ロシアゲート疑惑が大統領弾劾にまで至る可能性は高いとは言えないが、追い込まれた末のドル安誘導で自身に投票してくれた層に報いようとする可能性はやはりある。それは結果的には第二次プラザ合意(①のリスク)や過剰なドル高けん制(④のリスク)という展開を想起させるものである。想定外の円安相場が進行する可能性は徐々に低下していると考えている。

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5月28日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
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～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替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	真つ当な米利上げ反対論～ブレйна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レーション～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金見について～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