

みずほマーケット・トピック(2017年6月27日)

メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～

今月も本欄のメインシナリオに対するリスクを点検しておきたい。本欄のメインシナリオは昨年
から全く変わらない。トランプ米大統領誕生に伴い発生したドル高は、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。今年
上半期を振り返ってみれば、この見立ては正しかったと言って差し支えない。当面、スキャンダ
ル対応に追われている中で当初注目された経済政策が思い通り運用できないという点は重要
であり、それはFRBの利上げ環境を劣化させる話だろう。そうした苦しい内政運営の現状を背
景としてトランプ大統領が通貨・通商政策を先鋭化させようという事情もドル相場の先行きを検
討する上では勘案したいところ。引き続き過去3年間のドル高相場の調整がテーマと筆者は考
えている。本欄では9つの円安・円高リスクを整理し、注視している。

～メインシナリオは何ら変わらず～

今月も本欄のメインシナリオに対するリスクを点検しておきたい。本欄のメインシナリオは昨年から
全く変わらないものである。トランプ米大統領誕生に伴い発生したドル高は、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。今年上
半期を振り返ってみれば、この見立ては正しかったと言って差し支えないだろう。トランプ大統領へ
の期待は剥落できるだけ剥落しているため、経済政策に対して少しでもポジティブな材料があれば
ドル買いでの反応が強く出そうだが、ロシアゲート疑惑に絡んだスキャンダルが沈静化しない限り、
そのような展開も想定が難しい。2018年の中間選挙を控える時期に共和党議会が仮にも自分達の
政党の大統領を弾劾する可能性は高いとは言えないが、弾劾まで至らなくともこの問題を收拾しな
い限り、経済政策どころではあるまい。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。もちろん、あれから3回の利上げが行われ、バランスシート(B/S)の縮小まで示唆さ
れているため米金利やドルが多少上昇することは正当化されるだろう。しかし、物価が上がらない
状況での正常化はそもそも無理筋であるという根本的な問題意識は忘れずに持っておきたい。

6月に入ってから雇用統計、消費者信用残高、小売売上高など家計部門にまつわる重要なハ
ードデータが軒並み市場予想を下回っており、このような状況が続けば早晩FOMCでも慎重な意
見が支配的になろう。元より実質実効為替相場(REER)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米経済の減速が重なっているのが現状である。さらに内政運営が苦しいトラン
プ大統領が通貨・通商政策を先鋭化させようという事情も勘案し、ドル相場の先行きを検討したい
ところである。引き続き過去3年間のドル高相場の調整がテーマと筆者は考える。

～「17年1回、18年3回の利上げ+B/S縮小」はアップサイドリスク～

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次頁表であり、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。引き続き円安リスクよりも円高リスクの方が多という状況は先月から継続である。

まず、円安リスク(②、③、⑥、⑦)から整理しておく。この中で最も現実的なリスクとして注視したのは⑥である。過去の本欄¹でも述べたように、昨年 11 月のトランプ大統領誕生決定から加速した本邦投資家による対外証券投資の巻き戻し(≒売り越し)は 4 月末以

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	・「17年1回、18年3回の利上げ+B/S縮小」の実現	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
	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
日本	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

降に一転して買い越しへ転じており、6 月中旬時点までに売られた分はほぼ全て買い戻された格好である。筆者は FRB の正常化プロセスの持続性を信じてはいないが、そうは言っても「利上げするとやっている通貨は売れない」という投資家や事業法人は相応に存在することも承知している。また、世界的に豊富な流動性が放置される中で「米国債や米株くらいしか行き場が無い」という事実も分からなくはない。結果として為替リスクを取った本邦からの対外証券投資が加速し、結果的にドル/円相場をけん引する可能性はなくはない。

また、FRB の挙動も当然リスクの 1 つである(③のリスク)。上述したように、「米国債や米株くらいしか行き場が無い」という事実を背景として「利上げをしても株は高いし、金利は低い」という理論的には想定されない状況が作り上げられている。こうした極めて都合の良い状況が FRB のタカ派傾斜を支えているのは間違いない。現状では「17 年 1 回、18 年 3 回の利上げ+B/S 縮小」と見る向きが多そうだが、筆者はこうした展開をアップサイドリスクに類するものと受け止めており、そのような政策運営が行われた場合、ドル/円相場は 120 円を目指してしまう可能性も否めない。だが、利上げを筆頭として金融状況を引き締めるような措置を重ねていけば、予測期間前半(18 年上半期)にはやはり基礎的経済指標が FRB の正常化判断を阻害する局面になっているというのが本欄の想定である。伸びの鈍い賃金や貸出はその兆候ではないのだろうか。

また、②については、トランプ政権における経済政策に関し期待が剥落し切っているため、少しでもポジティブな動きが見られればドル買いを惹起しやすい面があることには留意したい。経済政策が奏功してくれば FRB も自信を深め、③のリスクも揃って高まることが想定されるだけに、相変わらず重要な論点ではある。なお、⑦については今後円高圧力が増す局面では日銀による追加緩和がこれを中和するように動くと思われるが、マイナス金利は元より、再び「量」の拡張に力点を移すことにも日銀は及び腰だろう。②や⑦は円安リスクでありながら、その可能性はさほど高くない。

以上を総括すれば、円安リスクとして警戒される展開は財政・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)、これに応じ本邦から海外への対外証券投資も加速するという展開である。来年にかけて「17 年 1 回、18 年 3 回の利上げ+B/S 縮小」という展開が市場の信認を伴う

¹ 2017 年 6 月 22 日号『対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～』をご参照下さい。

格好で織り込まれればそのような展開は十分考えられる。その場合、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。だが、この「市場の信認を伴う格好で」という部分は今のところ雲行きが相当怪しい。年初来、顕著にフラット化が進む米イールドカーブは市場参加者が正常化プロセスに信認を置いていないことの何よりの証拠だろう。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」が怪しげなものである以上、②や③そして⑥は可能性の高いリスクとは考えられない。

～円高リスク:弾劾リスクの考え方～

片や、本欄が想定する以上に円高が進むリスク(①、④、⑤、⑧、⑨)もある。特に注視したいのはやはり不測の事態となって現れる④および⑤だろうか。

まず、よりインパクトが大きいと見られる⑤について考えてみたい。来年の中間選挙を戦う共和党議員にとって不人気なトランプ大統領の存在が障害であることには違いなく、弾劾を成立させるほどの勢力が弾劾支持に回ってくる可能性は無いとは言えない。繰り返し述べているように、トランプ大統領がスキャンダルで時間を浪費すればするほどインフラ投資や大型減税などの拡張財政は導入が遅れることになる。それは米経済にとってはもちろん、中間選挙を迎える議員にとっても好ましくない展開である。現職大統領の弾劾が不透明感を強め、リスク回避ムードの強まりに応じた円高を引き起こす可能性は予測期間中のリスクとしてやはり視野に入れるべきだろう。

とはいえ、自らの政党の大統領を弾劾して任期途中で引きずり降ろすという行為自体、中間選挙にとってプラスに働くのかは不明である。また、弾劾後、未だ相応に存在するトランプ支持者から怒りを買うという恐れもある。見通せない部分は多いが、現段階では予測期間中の大統領弾劾はメインではなくリスクシナリオに類するものだろう。なお、トランプ大統領弾劾後、ペンス副大統領が昇格となった場合はむしろリスクオンムードが支配的となり円安が進むという声もある。しかし、そうであっても決して磐石ではない実体経済に対して FRB が利上げを重ねるという構図は容易には変わらないと思われるため、筆者はそのような主張には乗れない(ペンス大統領誕生を受けて再び一過性の「ブーム」が訪れることは否定しないが、所詮は続くまい)。

重要なことは、弾劾リスクは低いにしても、そのような苦しい内政運営の結果が通貨・通商政策の先鋭化という形で表出してくる可能性(④のリスク)はやはり警戒される。予測期間中であれば 10 月に公表が予定される為替政策報告書や 2 度目の開催となる日米経済対話の進展などを気にしたいところである。特に後者については挨拶代わりのような第 1 回(4 月開催)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想定したい。その他、各種メディアによるインタビューやツイッターなどを通じて不意に飛び出してくるトランプ大統領の踏み込んだ言動が為替相場を動揺させる可能性は当然、警戒事項となる。

そのほかの円高リスクに関しても前月までに列挙したものから大きく変わっていない。昨年来警戒している「第二次プラザ合意」の可能性(①)は現段階でもリスクと考えられ、これは④のリスクが最も先鋭的かつ大規模な形で表出するケースという位置付けである。いずれにせよ内政運営の難局を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展開はトランプ政権を読

み解く上での 1 つの基本姿勢でもあるように見受けられる。

～引き続きリスクは円高気味～

そのほか米国外にもリスクは散在している。周知の通り、米政治情勢は極めて大きな不確定要素を抱えている状況にあるが、米国外に目をやれば欧州政治情勢や地政学リスクなどからも引き続き目が離せない(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以降は小康を得ており、むしろダブル M(マクロン&メルケル)の存在が EU のアンカーとなり徐々に安定と発展を取り戻していくという論調も見られ始めている。その論調自体、傾聴に値するものと考えるが、予測期間中(2018 年 5 月まで)に実施されるイタリアの解散・総選挙の帰趨を見極めないことには当面の安定は見込めまい。反 EU 政党「五つ星運動」が比較第一党として台頭する可能性は排除されておらず、これが予測期間中、最大の欧州政治リスクである。6 月に行われた統一地方選挙で「五つ星運動」は惨敗を喫しており、一時期よりはリスクが後退したとの見方もあるが、地方選挙はあくまで特定地域での得票数を争う選挙であるのに対し、総選挙はより広範な地域を対象として比例代表制により実施される。全国的な人気を有する「五つ星運動」がこのまま総選挙で敗北するのかどうかはまだ判断がつかない情勢と考えておきたい。それ以外では米国のシリアや北朝鮮に対する出方次第では今年 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(⑨のリスク)がある状況も前月から変わっていない。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、どちらかと言えば円高を示唆するリスクの方がやはり多いように感じられる。既に見たように、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ある。また、やはりスキャンダル対応に追われている中で当初注目された経済政策が思い通り運用できないという点は重要であり、それは FRB の利上げ環境を劣化させる話と理解すべきであろう。逆に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.mizuho.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuho.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月21日	カシユカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンセル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
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～
2017年5月26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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
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～おさらば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～ベア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～ブレイン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ざる～
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心～)
2017年2月15日	イェレン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～)