

みずほマーケット・トピック(2017 年 8 月 30 日)

メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～

毎月末恒例のメインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。本欄では「実効ベースで見たドル相場は高過ぎであり、下落は不可避」との基本認識の下、円相場もこれに巻き込まれて円高になるとの予想を過去 2 年間続けてきた。現状はこの予想に沿って進んでおり、今月も変える必要はないと考える。とはいえ、シナリオには当然リスクもある。8 月に入ってから円安リスクとしてトランプノミクス再稼動(税制改革の進捗)が上げられる一方、円高リスクとして地政学リスクの高まりや米政府機関閉鎖といった大きめの材料が浮上している。7 月に浮上した本邦政治が不安定化するリスクは一旦後退しているが、引き続き予測期間中の注目論点であることは変わらず。引き続き、どちらかと言えば円高を示唆するリスクの方が多く感じられる。

～円高の芽は消えず～

毎月末恒例のメインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。本欄では「実効ベースで見たドル相場は高過ぎであり、下落は不可避」との基本認識の下、円相場もこれに巻き込まれて円高になるとの予想を過去 2 年間続けてきた。現状はこの予想に沿って進んでおり、今月も変える必要はないと考える。今年に入ってからドルインデックスは▲10%弱も下落しており、ドル高相場の調整は順調に進んでいる。とはいえ、2014 年 6 月から 2017 年 1 月までに実に約+30%も上昇している事実を踏まえれば、現時点ではこれが 3 分の 1 程度戻されたに過ぎず、調整が継続すること自体に大きな違和感はないだろう。厳密には、年初来のドル全面安の中にあっても筆者が想定したほど円高に振れておらず、ここに誤算があったことは事実である。これはドル売りの受け皿が円ではなくユーロやメキシコペソとなっていたことに起因しているが、筆者は今後、両通貨の買いは小康を得ると見ている。一方でドル高相場の調整は依然として進むと考えられるため、その受け皿はほかの通貨にシフトせざるを得なくなるだろう。筆者はそれが実質実効相場(REER)ベースで長期平均を大きく下回っている円なのではないかと予想している(この議論は過去の本欄¹を参照頂きたい)。

～円安リスクとしてのトランプノミクス再稼動～

とはいえ、シナリオには当然リスクもある。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、それ以外のものが円安リスクである。円安リスクよりも円高リスクの方が多くという認識は先月から継続である。リスクの概要は先月から不変だが、特に 8 月に入ってから意識されたのは②-1、②-2 および⑧である一方、⑥は後退したという印象が強い。

本欄の方向感と相対する円安リスクという意味では、まず②-1 の動きを注視したいところである。

¹ 詳しくは本欄 2017 年 8 月 1 日号『実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～』をご参照下さい。

8月25日付の英フィナンシャル・タイムズとのインタビューにおいて、トランプ政権の経済政策の要であるコーン国家経済会議(NEC)委員長が税制改革法案の年内成立を目指していることを強調したことが話題となった。同インタビュー

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	正常化ブームの定着	・ブームではなく基調に。為替市場全体としては円安・ドル安。	円安ドル高
米国	②-1	トランプ大統領の経済政策	・大型減税やHIAなどがリフレ期待を扇動	円安ドル高
	②-2	トランプ大統領の経済政策	・日米経済対話の難航、米政府機関閉鎖のリスク	円高ドル安
	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	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	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	安倍退陣リスク	・名実共にリフレ政策の終焉を象徴することに	円高ドル安
欧州	⑦	欧州関連懸念	・マクロン政権の不安定化 ・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

においてコーン氏は税制改革などを巡って「ライアン下院議長、マコネル共和党上院院内総務と緊密に作業を進めている」と述べ、議会運営の円滑化にも自信を覗かせている。周知の通り、昨年11月の当選直後から高まっていたトランプ政権による拡張財政政策(いわゆるトランプノミクス)への期待は完全に剥落していることから、今後出てくる前向きな材料は全てポジティブに受け止められる公算が大きい。軟着陸の兆しが見えないロシアゲート疑惑を筆頭とするスキャンダルに加え、政権人事の混迷や北朝鮮情勢の緊迫化も重なり、当面は経済政策どころではないというのが実情に近いとは推測するものの、仮にリフレ期待を焚き付けるようなヘッドラインと共に減税(本国投資法含む)などの拡張財政の全容が明らかになり、トランプノミクス再稼働が1つのテーマとなってくれば米金利、ドルともに騰勢を強める可能性はある。

一方、①、③、⑤が想定以上の円安を招く可能性はあまり感じない。6月末のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演以降に強まった正常化ブームに伴う円安・ドル安地合いはもはや収束しており、ブームがトレンドとして定着するのではないかとの思惑は杞憂に終わったように感じる²。また、FRBの正常化プロセスは順調に続きそうではあるものの、相変わらず経済指標の力強さに支えられたものではなく、後述する北朝鮮のミサイル発射など外的ショックに対しては弱い印象がある。昨年12月から数えて3回利上げし、バランスシート縮小にまでコミットしているにもかかわらず、ドル相場が一方的に下落している現状を見ても分かるように、もはや市場はFRBの正常化はドル買い材料と見ていない。なお、本邦機関投資家による対外リスクテイクは相応に続いてこそいるものの、経常黒字の積み上がりにより照らした本年の基礎的需給は円買い超過のイメージが続いている³。過去3年に見られたほどの勢いは今のところなく、これはFRBの正常化プロセスへの疑義にも繋がっている。

～急浮上してきた地政学リスク～

片や、円高リスクについては8月に入り、目立つものが複数あった。やはりその筆頭は⑧の地政学リスクの高まりであり、具体的には北朝鮮の挙動である。8月29日朝方、日本政府は北朝鮮による弾道ミサイル発射を発表し、人工衛星を通じて自治体などに対し緊急情報を伝えるJアラート(全国瞬時警報システム)が初めて運用するなど、金融市場にも緊張が走った。為替市場では従前の

² この点に関しては本欄2017年7月4日号『ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～』やロイター外国為替フォーラム2017年7月20日配信『「ドル安・円安」併存の限界』などの議論をご参照下さい。

³ 本欄2017年8月9日号『2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて』をご参照下さい。

投機ポジションが円ショートに傾いていたことも手伝い、その巻き戻しと共にドル/円相場は一時年初来安値(108.13 円)に接近するまで急落した。北朝鮮のミサイル発射については静観することの多かった金融市場も、さすがに日本上空を通過し、太平洋に落下する事態は無視できなかった模様である。北朝鮮によるグアム攻撃が懸案事項として上がっていた状況を踏まえれば、太平洋上へのミサイル落下は米国の大きな懸念を招来する可能性があり、これを受けてトランプ大統領からも「すべての選択肢はテーブルの上にある」との声明が公表されている。別の言い方をすれば、日本政府からの「苦情」だけでは済まない事態も視野に入り始めており、株よりも債券、為替であれば円、ドル、スイスフランといった通貨が選好されやすくなる地合いである。北朝鮮の姿勢が硬化しつつある状況を踏まえれば、今後も事態緊迫化を目の当たりにする中でドル/円相場が下値を切り下げられるリスクは否定できまい。もっとも「着弾しても円高なのか」という根本的疑問は抱かれ、⑧のリスクはセオリー通り考えれば円高リスクとしても、円安リスクとしての懸念も秘めていると考えたい。

また、円安リスクでも言及したトランプ政権の経済政策運営は円高リスクにもなり得る(②-2 のリスク)。例えば、財政の面では、8 月中旬、選挙公約であるメキシコとの間の壁建設に関し、必要とあれば連邦政府機関を閉鎖してでも(財源を確保し)実現するとトランプ大統領が述べたことを受けてリスク回避ムードが強まり、円相場が上昇する動きが見られた。報じられているように、トランプ大統領と共和党幹部の間の確執は強まっている模様であり、債務上限引き上げ失敗に伴う政府機関閉鎖の可能性も否定できない。そしてそれは FRB の正常化プロセスを阻害する遠因になりうるだろう(閉鎖それ自体は実体経済活動の一部停止を意味するのだから、期間に応じて経済指標にもリアルな影響が出かねない)。ドル/円相場にとっては当然重石である。

なお、②-2 のリスクにはトランプ政権における通貨・通商政策の危うさも含まれる。7 月 19 日にワシントンで閉幕した第 1 回米中包括経済対話では通商交渉を巡って米中物別れに終わり、対話後の記者会見も中止、共同声明も未発表という後味の悪い結果となった。対話の前には米国が中国の鉄鋼輸出に関しダンピングを理由として高関税と輸入割当制度の適用を検討していることも報じられた。現段階では日本に対する具体的なアクションは見られないが、年内に 2 回目の日米経済対話を控える以上、米中通商交渉の難航は対岸の火事とは言えない。過去の本欄では繰り返し述べているように、貿易収支の調整は「量」か「価格(為替)」のどちらかでしか進まない。中国よりも柔軟な為替相場を備える日本が交渉過程で通貨高を強いられる可能性はやはり想定したい。

片や、前月から新たにリスク要因として加えた⑥の円高リスクに関しては懸念が後退している。元より燦っていた学校問題に加え、7 月 2 日の東京都議会議員選挙における大敗を経て、一時 30% 台(一部は危険水域と見られる 20% 台)まで急落していた安倍政権の支持率は内閣改造後、約 1 か月弱で持ち直しが見られている。日本経済新聞社とテレビ東京が 8 月 25~27 日に実施した世論調査では支持が 46% まで上昇し、不支持(同じく 46%)と拮抗している。2012 年 11 月以降、「第二次安倍政権 アベノミクス 黒田日銀 円安・株高」という直感的な取引を進めてきた向きにとって安倍退陣は相応に大きな円高リスクになることが不安視されたが、足許ではその可能性は後退したと言えそうである。なお、予測期間中(2018 年 12 月まで)には解散総選挙が必ず実施されることを踏まえれば、今後も安倍後任問題は市場で注目必至であり、支持率の推移はその都度、市場で材料となる可能性があるだろう。同じく、予測期間中には黒田日銀総裁の後任問題も注視されるが、首相の属人的な色合い(平たく言えば好み)に大きく影響されてきそうであり、やはり首相人事

が最重要となる（この論点では予想が困難ゆえ、本欄では安倍・黒田続投との前提を置いている）。

～引き続きリスクは円高気味～

そのほか欧州に関するリスク (⑦のリスク) としては政治への不安が消えたわけではない。米国の政治情勢と比べれば、欧州の政治情勢はマクロン仏大統領の誕生以降はメルケル独大統領との総称としてダブル M (マクロン&メルケル) ないしメルクロンとの造語が飛び交うようになり、両首脳が存在が 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が勢いづいた。しかし、就任後 100 日間が経過したところでマクロン大統領の支持率は急落しており、そうした論調は早くも陳腐化している。むしろ、独仏協調への期待がにわかに高まった経緯があるだけに、マクロン大統領がメルケル首相のリベラルな政策路線についていけなくなり、両者の溝がクローズアップされるような展開を警戒したいところである。また、2018 年 5 月までに実施されるイタリアの解散・総選挙が引き続き不安要因である状況も不変である。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が排除されない以上、欧州政治は円高リスクとして視野から外すわけにはいかない。

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、引き続き、どちらかと言えば円高を示唆するリスクの方が多く感じられる。7 月に浮上した本邦政治が不安定化するリスクは一旦後退しているものの、これに取って代わるように 8 月には北朝鮮による踏み込んだ挑発行為が見られており、これがリスク許容度の毀損と円買いを招いている。既に述べたように、トランプノミクスに対する期待が再点火するようなケース (②-1 のリスク) や世界的に中銀の正常化ブームが加速するケース (②-1 のリスク) などは、円全面安の下で本欄の想定を超えたドル/円相場の上昇が実現する恐れがある。しかし、それをメインシナリオと見るほどの蓋然性は今のところ感じられない。

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8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリッps曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリッps曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
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～
2017年6月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月23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22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nブレード～
2017年6月21日	カシュカリ・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～「不要なギャンブル」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～
2017年5月23日	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22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～
2017年4月25日	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24日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月21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20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19日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月17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14日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月13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12日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月11日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月7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6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5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4日	真つ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3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年3月31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30日	週末版
2017年3月28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28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～