

みずほマーケット・トピック (2017 年 9 月 26 日)

メインシナリオへのリスク点検 ~ 本邦政局リスクは後退 ~

毎月末恒例のメインシナリオに対するリスク点検を行う。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。円高のペースは筆者の想定以上に緩やかだが、ドル安基調自体は継続しそうであり、予想の大枠はまだ変える必要がないと考える。とはいえ、9 月、ドルインデックスは 2014 年 6 月以降の上昇局面における半値押しまで調整し、中国の通貨政策もドル安を受けて修正が見られるなど、1 つの節目が到来しつつある印象は抱かれる。かかる状況下、2018 年にかけて「ドル相場は高過ぎ」という事実をどのように再評価していくべきなのかは重要な課題と考えておきたい。そうした状況下、メインシナリオに対するリスクを点検することの必要性も一段と増している。前月の認識からは大きく変わらないが、現状を踏まえる限り、本邦政局動向はもはやリスク要因ではないと判断し、削除した。

~ 本邦政局リスクは後退 ~

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。円高のペースは筆者の想定以上に緩やかだが、ドル安基調

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		正常化ブームの定着	・欧米中銀の正常化が基調に、日銀孤立の鮮明化。	円安ドル高
米国	-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「再」扇動	円安ドル高
	-2	トランプ大統領の経済政策	・日米経済対話の難航、年末に再び債務上限問題。	円高ドル安
		FRB正常化プロセスの継続 ロシアゲート疑惑の混迷	・「B/S縮小+利上げ」の併存が継続。 ・トランプ大統領弾劾へ	円安ドル高 円高ドル安
日本		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
欧州		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		地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安?

(資料)筆者作成

自体は継続しそうであり、予想の大枠はまだ変える必要がないと考える。とはいえ、過去の本欄でも論じたように、9 月、ドルインデックスは 2014 年 6 月以降の上昇局面における半値押しまで調整している。また、9 月 11 日には中国人民銀行(中央銀行、PBoC)が過去 2 年間実施してきた先物市場における人民元売り規制(銀行に対する中銀準備預金の強制積み立て)を緩和することを発表しており、これがドル安の強まりを受けた人民元高への処方箋であることは論を待たない。元安とその帰結としてのチャイナショック(2015 年 8 月)はドル高局面における象徴的な事件であっただけに、今般の PBoC の動きは 1 つの節目の到来を感じさせるものではあった。かかる状況下、2018 年にかけて「ドル相場は高過ぎ」という事実をどのように再評価していくべきなのかは 1 つの課題ではあ

ろう¹。

そうした状況ゆえ、リスクシナリオを点検することの必要性もまた一段と増していると考えている。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たものが前頁表であり、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という認識は前月から変わっていない。なお、7月に円高リスクとして加えた本邦政局リスクは削除した。安倍首相は9月25日の記者会見で衆議院解散・総選挙の実施を宣言したが、世論調査を見る限り、政府・与党の大勝は既定路線であり、波乱を呼ぶ展開は想定されない。むしろ、衆院選大勝によって再び安倍首相の求心力が高まり、来年9月に3選を果たすという現状追認シナリオの方が現実的といえ、これはリスクシナリオにカウントするほどの話には思われない。

～「日銀だけ置いてけぼり」の構図は続かない～

本欄のメインシナリオと相対する円安リスクという意味では、引き続き -1 の動きを注視したいところである。8月下旬に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て以降、特に法人税引き下げに関するトピック(15%なのか20%なのか)がヘッドラインに上るようになった。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。小康を得ているロシアゲート疑惑(のリスク)が未だ軟着陸するかどうか予断を許さず、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法人税減税や本国投資法(HIA)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動が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。

また、9月のFOMCを経て のリスクを不安視する向きもあるかもしれないが、筆者はさほど心配していない。先週の本欄²でも議論したように、9月FOMCが年内利上げ見通しを維持したことはタカ派的であったものの、「利上げの終点」である中立金利を引き下げたことは明らかにハト派的であった。正常化に必要な利上げの回数自体が減じられる以上、イールドカーブはフラット化しやすくなるはずであり、むしろ今後のFOMCがハト派化しやすい素地を作ったようにすら思える。B/S縮小の影響は未だ検証されておらず、利上げとの同時並行を当然視する風潮は危ういと考えたい。

なお、FOMCのタカ派傾斜やECBの正常化方針発表(10月26日予定)を控えて、世界の中銀が正常化へシフトし、「日銀だけ置いてけぼり」という論調が再び見られるようになっている。この点、の円安リスクに相当する出来事だが、これと全く同じことが今年6月末～7月にかけて起きたことを思い返したい。当時は6月27日のドラギECB総裁によるシントラ講演を受けたものだったが、結局は北朝鮮リスクなどが意識される中、一過性のブームで終わった。恐らく今回もそうなるだろう。本欄でも議論したように³、ユーロ高に怯えるECBが順当に正常化を進めるのは難しく、恐らく10月26日を節目として市場の過剰な正常化期待を断ち切る可能性が高いと筆者は考えている

¹ 本欄2017年9月11日号『円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～』をご参照下さい。

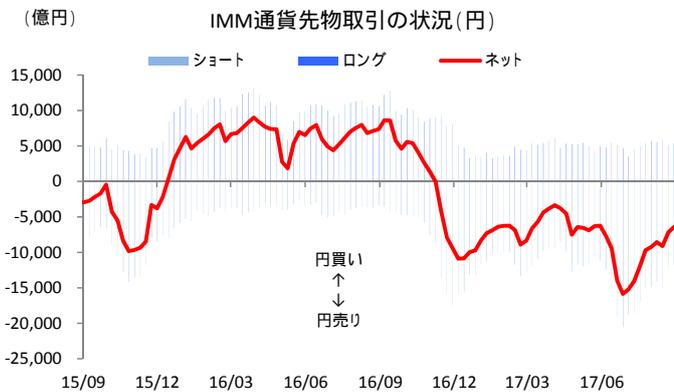
² 本欄2017年9月21日号『FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～』をご参照下さい。

³ 本欄2017年9月8日号『ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～』をご参照下さい

結果として、本邦機関投資家による対外リスクテイクもさほど期待出来ない。むしろ、本欄⁴でも議論したように、本年の基礎的需給は対外証券投資の失速と経常黒字の蓄積が合わさることで円買い超過に振れており、過去3年に見られたほどの勢いはない。

～米政府機関閉鎖リスクは先送りされたまま～

片や、円高リスクもある。現時点でその筆頭は 地政学リスクの高まりであり、引き続き北朝鮮の挙動が気がかりである。8月29日に続いて、9月15日も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)が運用されるなど、緊張は続いている。金融市場は経験のある事態を落ち着いて処理する傾向にあるが、事の重大性が後退したわけでは全くない。為替市場では投機



(資料) Bloomberg

ポジションが円ショートに傾く状況が続いており(図)、依然として地政学リスクの高まりに代表されるようなリスクイベントは円高材料として処理される可能性が高いと思われる。依然、トランプ米大統領と金正恩(キム・ジョンウン)委員長の舌戦は続いており、傍目からはどちらがいつ仕掛けても不思議ではない状況が続いている。前月に続き、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いると言え、予測期間中、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時間帯はやはりあるだろう。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、 のリスクはセオリー通り考えれば円高リスクだとしても、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 のリスク)。9月に不安視された国債のデフォルト(債務不履行)回避のための債務上限引き上げは大型ハリケーン「ハービー」の被災地支援のため支援策と一体で法律を成立させることで合意しており、当座の難を逃れている。しかし、現状の合意では債務上限の到達時期は12月15日であり、また2か月後には同様の問題が取り沙汰されることになる。今回はハリケーンという有事を契機として乗り越えることができたが、次回はまた事情が変わってくるだろう。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、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。今後、類似の展開が無いとは言えないだろう。断続的に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。政府機関閉鎖が現実的に視野に入ってくれば、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)。

なお、 -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。現状、トランプ

⁴ 脚注1と同じ。

政権は自身のスキャンダルと北朝鮮情勢の緊迫化を背景に経済問題への関心が向きづらくなっている。しかし、基本方針として「対米貿易黒字は悪」、「対ドルでの通貨安は不当」という認識を抱いていることはほぼ間違いない。時宜を捉えて、思い出したかのように保守的な通貨・通商政策を振り回してくることになる。そのほか欧州政治を巡るリスク(のリスク)、特に 2018 年 5 月までに実施されるイタリアの解散・総選挙が引き続きかく乱要因である事実も全く変わっていない。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。

～引き続きリスクは円高気味～

以上、円安・円高、双方のリスクを整理したが、筆者としては引き続き円高を示唆するリスクの方を重視したい。北朝鮮情勢の緊迫化が早晚収束する気配は感じられず、断続的にリスク許容度の毀損と円買いを招くことになるだろう。もちろん、アップサイドリスクとして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(-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(のリスク)などを受けて、想定以上の円安が促される恐れもあるが、諸要因を踏まえれば、可能性は決して高いものではないと考えている。

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、确实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9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クレーン理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
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～
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～疑われるフィリップス曲線～
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「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～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～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～ドラギ総裁はしくじった模様～)
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版テーパ～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～
	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26日	プラト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ンプトレード～
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	盛り上げられ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～
	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～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～燻る「第二次ブラザ合意」疑惑～