みずほマーケット・トピック(2017 年 10 月 31 日)

メインシナリオへのリスク点検～日米 FTA と欧州政治～

実効ベースでのドル下落が大幅に進んだことで、2018 年にかけての予想の難易度はこれまでよりも増したが、筆者はこの流れはまだ続くと予想。FRB の正常化プロセスに終わりが近づいていること、米通貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがありそうなこと、円が実質実効ベースで依然割安であることなどから、ドル/円相場の下方リスクは依然大きいと考えたい。そもそも FRB がバランスシート(B/S)縮小を決断し、日経平均株価が 16 連騰、投機筋の対ドルでの円ショートポジションが 3 か月ぶりの水準まで膨らんでいるにもかかわらず、ドル/円相場は大して上昇しなかった。これ以上の材料がそれほどあるだろうか。かかる状況下、筆者は 2018 年もドル/円相場の下落をメインシナリオとしているが、シナリオにはリスクもある。円安リスクよりも円高リスクの方が多いという認識は前月から変わっていない。特に 10 月を終えた現時点では日米 FTA やカタルーニャ混乱、欧州各国における右派台頭などが円高リスクとして浮上している。

～誤算の背景～

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	・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	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「再」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、年末に再び債務上限問題	円高ドル安
	③	FRB正常化プロセスの継続	・「B/S縮小+利上げ」の併存が継続。	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	本邦政局リスク	・安倍退陣に伴うリフレ志向の後退	円高ドル安
欧州	⑦	欧州関連懸念	・イタリア総選挙において「五つ星運動」が勝利 ・カタルーニャ混乱が域内各地へ延焼	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

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」という基本認識の下、円相場もこれに巻き込まれ円高になるとの予想を続けてきた。<u>実際、年初来のドルの実質実効為替相場(REER)は 2017 年 9 月末までに▲7.6%も下落しており、単年としては相当まとまった下落幅を記録している。それだけに、それほど円高が進まなかったことは率直に言って誤算である。</u>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に散っていたことが大きい(寄与度を算出すると、▲7.6%のうちユーロが▲2.2%ポイント、メキシコペソが▲2.0%ポイントと半分以上を占める)。しかし、ECB の正常化騒動は腰が引けた結果に収束し、メキシコ中銀も来年には利下げに転じるとの声が出ている。<u>2017 年上半期に見られたような、両通貨の爆発力にはもう期待出来ないと考えるのが妥当だろう。</u>

実効ベースでのドル下落が大きく進んだことで今後の方向感を読む難易度はこれまでよりも増したと言えるが、筆者はこの流れはまだ続くと考えている。やはり、FRB の正常化プロセスに終わりが近づいていること(正常化プロセスが米経済のオーバーキルを招いている恐れがあること)、米通

貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがありそうなこと、円が REER ベースで依然割安であることなどから、ドル/円相場の下方リスクは依然大きいと考えたい。そもそも FRB がバランスシート(B/S)縮小を決断し、日経平均株価が 16 連騰、投機筋の対ドルでの円ショートポジションが 3 か月ぶりの水準まで膨らんでいるにもかかわらず、ドル/円相場は 114 円にタッチするのがやっとだった。これ以上、何がドル/円相場を押し上げるというのだろうか。

かかる状況下、筆者は 2018 年もドル/円相場の下落をメインシナリオとしている。だが、シナリオにはリスクもある。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いという認識は前月から変わっていない。特に 10 月を終えた現時点ではトランプ米大統領の初来日を控え②-2、カタルーニャ混乱や各国総選挙を受けて⑦などに着目したい。どちらも円高要因と考えて差し支えないだろう。以下、これらを中心にリスクの点検を行っておきたい。

～日米 FTA にまつわる円高リスク～

とりわけ②-2 は重要な論点と考える。10 月 16 日に開催された麻生副総理とペンス米副大統領による第 2 回日米経済対話では、初めて米国側から日米二国間での自由貿易協定(FTA)交渉開始について要望があったことが報じられている。経済対話におけるこうした動きは 11 月 6 日に開催される日米首脳会談前の地均しと見られており、今後はトランプ大統領が直接、日米 FTA への希望を口にするかどうかが注目される。トランプ大統領はかねてより二国間交渉における為替条項の採用を公言しており、対米貿易黒字の大きさが指摘される日本も当然、対象となろう。既に一部報道では、日米首脳会談ではトランプ政権が年▲700 億ドルにのぼる対日貿易赤字の是正を要求する方針であることが伝えられている。日米 FTA 交渉は米国にとっても中期課題と言われているが、仮に交渉がスタートとし、為替条項が論点化するような機運が強まってくると相当に厄介である。

例えば、米国は自動車の非関税障壁や牛肉の高関税、医薬品の価格制度について見直しを迫っている模様だが、この交渉が難航してくれば、為替条項をちらつかせて譲歩を迫ってくる可能性がある。その場合、1990 年代前半がそうであったように、交渉過程で円高が進む可能性は否定できない。これまでの本欄では何度も指摘している点だが、貿易収支は「量」か「価格」のどちらか(もしくは両方)でしか調整できない。「量」で調整できないとすれば「価格(為替)」での調整を仕掛けてくることだろう(表)。この点、日本にとっては基軸通貨国としての意向を「如何に口に出させないか」が勝負どころとなる。また、過去の本欄[1]でも述べたように、米財務省の円相場に対する基本認識は、言葉こそ厳しいものではないが、決して現水準を容認しているわけではない。10 月に公表された為替政策報告書では円の REER が長期平均対比で 20%割安

日本の貿易収支が直面する3つの展開

①「量」→輸出入、双方からの調整。
- 日本の輸出自主規制、米国の輸入規制etc

②「価格」→価格、端的には為替レート。
- 「量」が不変なら「価格」つまり「為替レート」で。

③「説得」→貿易赤字は「悪」ではない。
- 日米経済対話等を通じて「べき論」を通せるか？日本側のこれまでの努力も説得材料に。

(資料)筆者作成

[1] 本欄 2017 年 10 月 19 日号『為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米 FTA～』をご参照下さい。

であることが指摘されており、「円は過小評価」が本音に近そうである。米政府高官の言動に応じた通貨高は時にヒステリックな動きになるため、リスクとして念頭に置くべきである。

～欧州政局にまつわる円高リスク～

もう 1 つ、10 月には為替相場として看過しかねる動きがあった。それはスペイン、カタルーニャ州独立を巡る騒動や各国総選挙における右派台頭という動きである（⑦のリスク）。カタルーニャを巡っては紆余曲折があるが、まず 10 月 1 日に独立の是非を問う住民投票が実施された。結果は投票率 4 割にとどまったものの、賛成が 9 割に達しプチデモン州首相は勝利宣言を出している。その後、同首相は中央政府と対話を行う考えを示し、独立宣言を保留したため事態は一旦沈静化したようにも見えた。だが、27 日にはカタルーニャ自治州議会が独立に関する動議を賛成多数で可決し、再び事態は混迷を極めている。議会による独立動議可決を受けて、中央政府はカタルーニャ州の自治権を剥奪、直接統治に踏み切っているが、当地からは独立賛成・反対両派によるデモ行進の様子が伝えられるなど、まだ落としどころは見えてこない。

本件に関し、欧州委員会率いる EU は中央政府以外、カウンターパートとして認めない意向を示しており、事態はスペイン政府の裁量に委ねられている。しかし、域内には分離・独立を巡って同種の問題を抱えている国・地域（スペインのバスク、イタリアの北部同盟、英国のスコットランド、ベルギーのフランドルなど）が多数ある。これらへ延焼した場合、欧州委員会は行政府としての対応を求められるだろう。<u>そこまで至ってしまった場合、市場は本件を悲観材料として織り込まざるを得まい</u>。

また、2018 年 5 月までに行われるイタリア総選挙が不安であることも変わっていない。周知の通り、9 月にはドイツ、10 月にはオーストリア、チェコの総選挙で極右勢力が台頭するという動きがあった。この雰囲気のままイタリアで選挙が実施されることはあまりいい流れとは言えないだろう。<u>9～10 月を経て、円高リスクとしての欧州政治の存在が俄かに台頭してきたように感じられる</u>。

～円安リスクは無いのか？～

そのほかのリスクに関しては前月から変わるものではない。本欄のメインシナリオの方向性と相対する円安リスクという意味では、引き続き②-1 から目が離せない。10 月 19 日、米上院は 2018 会計年度（17 年 10 月～18 年 9 月）予算の大枠となる予算決議案を可決しており、10 年で 1.5 兆ドルの税制改革案を含む内容である。予算決議を通過させたことにより、上院において与党・共和党が単独で税制改革法案を可決できる環境が整うことになる。トランプ政権下での大型減税がいよいよ議会審議されることになり、市場が 1 年がかりで囃し立ててきたトランプ政権の経済政策（トランプノミクス）の一部が動き出すことになる。本欄でも繰り返し述べてきたように、昨年 11 月の当選直後から高まっていた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。

とはいえ、税制改革案に係る報道も頻繁に行われており、ヘッドラインそれ自体に市場の大きなリアクションを見込むべきではないというのが実情だろう。むしろ市場参加者として想定すべきはこれらの減税が実行に移された場合の実体経済への影響であり、それは FRB の金融政策運営にも影響してくる話となる。だが、減税が景気を押し上げ、それにより FRB のタカ派色を強めるような展開になるにしても、それは『中期為替相場見通し』の予測期間を超えた話（2019 年以降の話）だろ

う。また、③のリスクを不安視する向きも依然あるが、筆者はさほど心配していない。そもそも B/S 縮小にまで着手した以上、今後、米金融政策を巡って新しいタカ派寄りの情報が出てくるケースはもう想定されない。むしろ、上がらない物価と完全雇用に到達する労働市場という 2 つの事実を踏まえると、ここから先の連続的な引き締めはそろそろ壁に突き当たると考えるのが自然である。結果として、本邦機関投資家による対外リスクテイク（⑤のリスク）もさほど期待出来ないと考える。

～引き続きリスクは円高気味～

以上、円安･円高、双方のリスクを簡単に整理したが、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。日米 FTA 交渉が本格的にスタートした場合、上述したような円相場の急騰までを視野に入れるべきかどうかは議論の余地があるにせよ、少なくともドル/円相場が上がる話にはまずなるまい。また、カタルーニャ問題は一夜にして問題解決に至る雰囲気は無く、イタリア総選挙は開催時期すら分からない。これらが想定外の円高リスクとして昇華される危うさは未だ見ておきたいというのが筆者の基本姿勢である。もちろん、円安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（②-1 のリスク）や、年央に見られたような日銀「以外」の中銀における正常化ブームが加速し円キャリー取引が盛り上がるケース（①のリスク）などが想定以上の円安･ドル高を促す展開が無いとは言わない。だが、現状入手できる諸情報を考慮する限り、その可能性は決して高いものではないと引き続き筆者は考えている。

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に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10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年9月分）
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版（内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～）
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版（ECB政策理事会議事要旨（9月7日開催分）～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～）
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
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～
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、長期は弱気の金利見通し～
	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	クーレ理事発言の真意～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～花道的正常化は続く模様～
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～
	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～