

みずほマーケット・トピック(2017 年 11 月 27 日)

## メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～

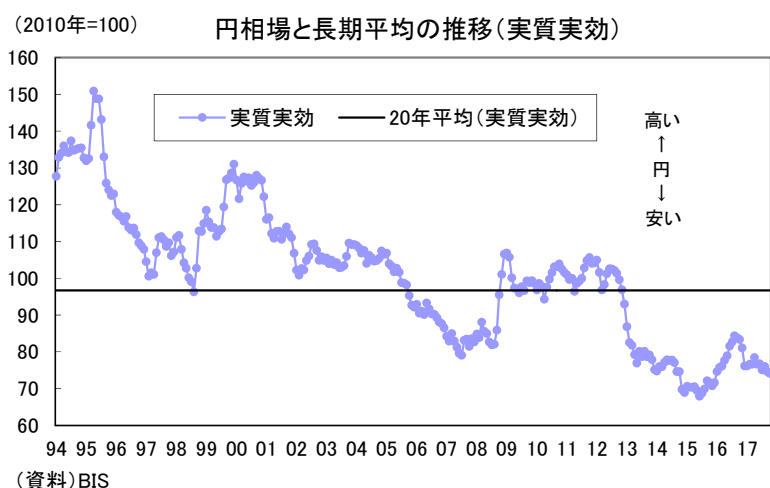
筆者は 2018 年もドル/円相場の下落をメインシナリオとしている。だが、トランプ政権の経済政策(税制改革など)や FOMC の想定する中立金利の思わぬ上方修正など、想定外の円安リスクもなくはない。現実問題として、税制改革が最終決定に至る過程では、今や完全に剥落しているトランプ政権の経済政策への期待が再燃し、リフレトレードが煽られることは予測期間中にあるだろう。その際、ドル/円相場が上方に跳ねること自体は覚悟したい。筆者はその「程度」を極めて軽度と見込むが、最終的な政策の中身次第では極端な動きもあり得る。また、今年続いってきたようなゴルディロックス状態が 2018 年中も続き、利上げも重ねられるのだとすると、FOMC メンバーにおける中立金利の想定自体が緩やかに上方修正されてくるかもしれない。そうなった場合、長期金利が意外にも上昇し、日米金利差拡大を背景とする円安シナリオが息を吹き返すかもしれない。しかし、昨今のインフレ動向を踏まえれば、そのような展開は杞憂ではないか。

### ～2018 年も円高シナリオ続行～

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」という認識の下、円高も不可避であるとの予想を続けてきた。2017 年 10 月時点のドルの実質実効為替相場(REER)は年初来で約▲6%下落しており、今年がドル安の年であったことは間違いない。だが、過去論じてきたように、ユーロやメキシコペソの予想外の急騰もあり、その受け皿として円が選ばれることはなく、これが本欄の誤算でもあった(もっとも円安に振れたわけでもないが)。かかる認識の下、2018 年をどう考えるべきか。

今年の下落を経ても REER ベースで見たドルの割高感が完全に解消されたとは言えない。また、REER ベースで見た円の割安感は相当残されたままである(図)。今年、ドル売りの受け皿となった両通貨の爆発力にはもう期待できないとすると、やはり円高リスクは残っていると筆者は考える。さらに言えば、特に米イールドカーブのフラット化が示唆するように FRB の正常化プロセスに終わりが近づいている

こと(≡長期金利の上昇余地が限定されていること)や米通貨・通商政策が円高・ドル安に傾斜する恐れがあることもドル/円相場の下リスクを大きくしているように思う。



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、投机筋の対ドルでの円ショートポジションが 4 か月ぶりの水準まで膨らんだにもかかわらず、11 月のドル/円相場は 114 円半ばに到達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不変である。特に本欄の円高シナリオに対する最も大きなリスクとして、本日は円安リスクとしての①-1 や②に着目したい。

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
米 国	①-1	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
	①-2	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
	②	FRB正常化プロセスの継続	・中立金利の大幅な上方修正	円安ドル高
	③	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	④	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
	⑤	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	⑥	欧州関連懸念	・各地における極右台頭がイタリア総選挙に悪影響？ ・カタルーニャ混乱が域内各地へ延焼	円高ドル安
そ の 他	⑦	地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安？

(資料)筆者作成

なお、前月までは FRB に続いて ECB も量的緩和の縮小に着手していることに伴い、世界的に中銀の正常化ブームが定着し、調達通貨としての円が全面安を強いられる展開も円安リスクとして警戒していた。しかし、ECB の正常化に持続可能性を見出すのは難しそうであり、イングランド銀行の利上げも実体経済が堪えられず早晚頓挫すると考えられる。本欄として配慮すべきリスクシナリオとして一旦削除することとした。

### ～警戒されるリフレトレードの「再」扇動～

10～11 月を振り返ると、これまで遅々として進まなかった米税制改革案もさすがにその内容や実現可能性を巡って諸々の報道が見られるようになっていく。上院における議論も紆余曲折が予想されることから市場反応も手探りといった印象だが、本件に係る為替相場の反応は素直にドル買い・円売りであり、最終決定に至る過程では、今や完全に剥落しているトランプ政権の経済政策への期待が再燃し、昨年 11～12 月に見たようなリフレトレードが再び煽られる可能性はある(①-1 のリスク)。現実問題として、程度の差こそあれ、それと類似した展開は予測期間中に起こるだろう。その際、ドル/円相場が上方に跳ねること自体は覚悟したい。筆者はその「程度」に関して極めて軽度(115 円には到達せず)を見込むが、最終的な政策の中身次第では極端な動きもあり得る。

もともと、今後控えている上院採決次第では、法人減税が 2019 年以降に先送りされる可能性はあり、その他税制も上院・下院では基本認識に距離があることで知られている。年内に法人減税案が成立した上で、それが 2018 年に施行される可能性をどこまで現実的に見込むべきは議論がある(本欄では予測期間中の施行可能性は低いとの想定)。なお、法人減税だけで歴史的長期にわたる景気拡大局面がどれほど延命できるのかという視点も持ちたい。①-1 のリスクは本欄の円高シナリオにとって大きなリスクだが、裏を返せば、ここを乗り越えれば円安方向に大きく振れる芽はほぼ摘まれてしまうのではないかと。後述する中立金利が上振れるリスクも結局のところ、裁量的なマクロ経

済政策を背景に、どれほど景気が過熱するかに依存する部分が小さくないはずである。

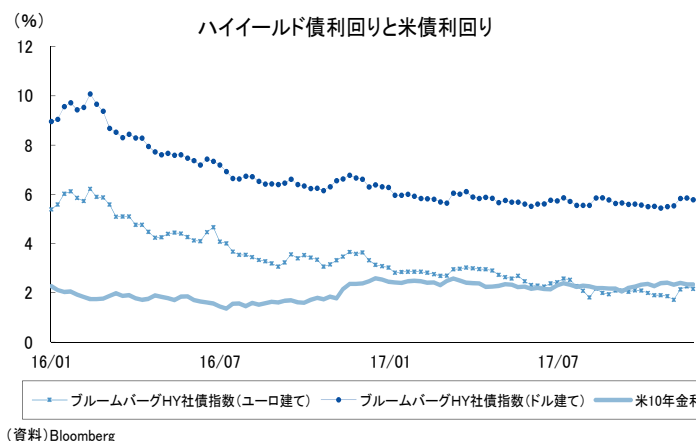
### ～中立金利の上方修正は円安を促すか？～

2017 年は FRB の正常化プロセスがこの上なく順調に進捗した年でもあった。本稿執筆時点は定かではないが、12 月の利上げも(満場一致かどうかは別にして)ほぼ既定路線だろう。この点、2018 年も正常化プロセスが挫折に直面することなく、淡々と利上げできてしまう展開が本欄の円高シナリオにとってリスクと思われるかもしれない。確かに先月までの本欄ではそのように考えていた。だが、もはや利上げ自体が円高シナリオの障害になるとは思わない。2017 年の為替相場が証明したように、「利上げの回数」と「ドル相場の動き」は殆ど関係がない。むしろ利上げの傍らで実勢の長期金利とドル相場は軟調な動きが続いた。利上げが進められても短期金利の上昇が続くだけでは(つまりイールドカーブがフラット化するだけでは)、円高・ドル安見通しの大勢に影響はないと考える。

注視したいのは、今年続いてきたようなゴルディロック状態が 2018 年中も続き、利上げも重ねられる中、FOMC メンバーにおける中立金利の想定自体が緩やかに上方修正されてくる展開である(②のリスク)。本欄の為替見通しは中立金利が現状から横ばい(もしくは下方修正され)、それがゆえに利上げ回数が限定され、自ずと米長期金利の上昇余地も限られるという前提に依存している<sup>1</sup>。近年、ドル/円相場との相関を強めている日米長期金利差の拡大が見込めないのであれば、円安シナリオも難しいというのが筆者の基本認識である。しかし、中立金利の想定自体が目立って引き上げられると、このシナリオは崩れる。現状を踏まえると、そのような展開が無いとは言えない。

実際、現在の中立金利の予想中央値は過剰に低いという見方はある。FRB が何をもって正常化プロセスの完了を定義しているのかは定かではないが、現時点では「FF 金利誘導目標が中立金利である 2.75% に到達し、PCE デフレーターが +2% を安定的に保っている状態」が理想に近いかもしれない。その場合、潜在成長率に近似する均衡実質金利(自然利子率)が 0.75% (2.75% - 2%) という話になる。米国の潜在成長率に関し 2% 前後との声が多いことを考えると、現状の中立金利の想定は低過ぎるという考え方はあり得る。とはいえ、筆者はこのような考え方にはあまり賛同できない。そもそもそのような「低過ぎる中立金利」への疑惑は PCE デフレーターが +2% に到達することを前提とした議論である。世界的にインフレ率を +2% でアンカーさせることが難しくなっており、今や 1% 台前半での推移が目立つようになっている現実を直視したい。仮に、PCE デフレーターが +2% ではなく +1% で安定するとしたら、均衡実質金利は 1.75% である。これならば 2% 前後と目される米国の潜在成長率と比較しても違和感は小さい。中立金利の上方修正自体、予想されるものではあるが、それをメインシナリオの前提とするのはやはり危ういように思う。

もちろん、FF 金利誘導目標の引き上げ自体が順調に進むのかどうかも疑義がある。11 月に入ってから欧米の低格付け



<sup>1</sup> 本欄 2017 年 11 月 2 日号『FOMC を終えて～「危ない橋」を渡り続ける FRB～』をご参照下さい

社債(ハイイールド債)の利回りおよび VIX 指数などに示されるボラティリティが急騰したことが話題になった。実際、ハイイールド債利回りの低下は著しく、特に欧州では米長期金利をも下回り(前頁図)、過熱感が見え隠れする。こうしたハイイールド市場の活況は FRB も断続的に警戒感を示している部分であり、物価が上がらない中での利上げを正当化する理由にもなってきた。11 月の調整相場がゴルディロックス状態の「終わりの始まり」を示唆するのだとすると、年 3~4 回の利上げを当然視することも危ういように思えてくる。いずれにせよ、中立金利や米債金利、これらを規定する FF 金利が予測期間中にはっきりと上昇してくるだけの確信はなく、どちらかと言えば、反転を期待したいところである。

上述した①-1 や②以外では、来年 9 月に任期を迎える安倍首相の進退(⑤のリスク)や朝鮮半島情勢の緊迫化(⑦のリスク)といったリスクが気がかりだが、これ自体は想定外の円高リスクとなり、本欄のメインシナリオが行き過ぎる事態として注意が必要である。とはいえ、現時点でこれらのリスクを合理的に予想することは困難であるため、提示するだけにとどめたい。その他のリスクに関しては前月の本欄<sup>2</sup>で言及した状況から大きく変わっているとは考えられない。

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](mailto: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。

---

<sup>2</sup> 本欄 2017 年 10 月 31 日号『メインシナリオへのリスク点検～日米 FTA と欧州政治～』をご参照下さい。



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](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11月24日	週末版(欧米中銀の会議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバー・サル・レート発言から考える「次の一手、や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビョウな片岡委員～
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～
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)～APPI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～テーバ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～下半期に向けてのめどころ～
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～