

みずほマーケット・トピック(2017年12月18日)

メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～

毎月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。前月まで円高・ドル安というメインシナリオに対する大きなリスクとして注目してきたトランプ政権の税制改革案の全容がいよいよ明らかになっている。本欄ではこれがリフレ期待を再扇動する展開を警戒してきたものの、12月に最終合意に至った米税制改革法案に為替市場はさほど反応していない。特に、為替市場の参加者が警戒していたレパトリ減税も予想以上に高い税率が設定されたことで、全くドル買いの手掛かりになっていない。現時点でリスク要因から外すことも検討したが、就任以来断続的に示唆されてきたインフラ投資の検討が徐々に報じられており、今月時点ではまだ残しておきたい。その他、2018年において警戒したいのは日銀による長期金利誘導目標引き上げやブレグジット交渉が頓挫した末の「クリフエッジ(cliff-edge)」のリスクか。なお、FRBによる中立金利想定が引き上げられる展開は本欄にとって大きなリスクだが、現実的ではないと考えている。

～米減税はドル買い契機にならず～

いつもよりやや早いタイミングとなるが、毎月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(『中期為替相場見通し』は今週22日発行予定のため)。前月からさほど時間が経過していないこともあり、大きな変化はない。敢えて言えば、前月まで円高・ドル安というメインシナリオに対する大きなリスクとして注目してきたトランプ米政権

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	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	・中立金利の大幅な上方修正	円安ドル高
		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		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
		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
		日銀の政策変更リスク	・リバーサルレート議論を用いた緩和撤回	円高ドル安
欧州		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		地政学リスク	・朝鮮半島有事	円高ドル安?

(資料)筆者作成

の税制改革案の全容がいよいよ明らかになっている。本欄ではこれがリフレ期待を再扇動する展開を警戒してきたものの、12月に最終合意に至った税制改革法案に為替市場はさほど反応していない。特に、為替市場の参加者が警戒していたレパトリ減税も予想以上に高い税率が設定されたことで、全くドル買いの手掛かりになっていない。現時点でリスク要因から外すことも検討したが、就任以来断続的に示唆されてきたインフラ投資の検討が徐々に報じられており、今月時点ではまだ残しておきたい(-1のリスク)。現実問題として、拡張財政方針が示され、ドル/円相場が上方に跳ねる展開は程度の差こそあれ、予想されるものだろう。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、法人税率と所得税率の引き下げが实体经济を押し上げる効果が想定以上に、強く出てくる可能性がないわけではない。

一方、減税を含むそうした拡張的な財政政策だけで歴史的長期にわたる景気拡大局面をどれほど延命できるのかという視点も持ちたい。 -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、ここを乗り越れば円安方向に大きく振れる芽はほぼ摘まれてしまう可能性もある。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こまで景気を過熱できるのかに依存する部分が小さくないだろう。

～中立金利の上方修正はリスクだが可能性低し～

前月も述べたように、FRB が想定する中立金利自体が引き上げられてくると、2017 年は鈍かった米長期金利も上方向に勢いづく可能性はあり、これは円安リスクではある（のリスク）。本欄の為替見通しは中立金利が現状の 2.75% 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。少なくとも米 10 年金利が FF 金利誘導目標を超えて安定的に推移することは経験上想定されず（図）、その意味ではあと 30bps 程度（中立金利



2.75% - 現在の 2.40%) しか上げ余地はない。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認識である。

この点、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。これは明らかに本欄のリスクである。とはいえ、前月の本欄でも述べたように、個人消費支出 (PCE) デフレーター の +2% 到達が実現しないのであれば、2.75% という中立金利は決して米国にとって低過ぎるとは言えない。FF 金利誘導目標が 2.75%、コア PCE デフレーター が +1% 近傍だとすれば、潜在成長率に近似する均衡実質金利 (自然利子率) は 1.75% (2.75% - 1%) 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、さほどおかしい話ではない。中立金利の上方修正自体、警戒はしつつも、それをメインシナリオの前提とするのはやはり危ういと考えたい。

そのほか の本邦機関投資家による為替リスクを取った対外証券投資も円安リスクには違いないが、上述したような米金利環境を前提とすれば、その加速を見込むのは現実的とは言えない。実際、過去の本欄¹でも言及したように、円相場の基礎的需給は対外証券投資の減速を主因として円買いに傾斜しつつある。

～日銀利上げの可能性～

一方、円高リスクは複数あり、特にトランプ政権絡みの材料は要注意である。例えば、今年 10 月に急遽浮上した日米自由貿易協定 (FTA) 交渉の行方からは目が離せない。ここに至るまでのトランプ政権による日本の対米貿易黒字や円相場に対する言動を踏まえれば、仮に交渉が始まれば

¹ 本欄 2017 年 12 月 8 日号『円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～』をご参照下さい。

ほぼ間違いなく円高材料となるだろう(-2 のリスク)。米国にとっても中期的な政策課題と思われるゆえ、メインシナリオにはならないが、リスクシナリオから外すわけにはいかない。また、12 月初旬、初の政権閣僚(フリン前大統領補佐官)の訴追により再び耳目を集め始めたロシアゲート疑惑も予断を許すまい(のリスク)。内政が混乱するほど外交での失地回復を図ろうとする傾向があるだけに -2 や は相乗的に大きなリスクとなりかねない。

そのほかの円高リスクとして足許で照会が増えているのは日銀の金融政策が引き締めへ転じる可能性である。チューリヒ大学における黒田日銀総裁の講演以降、リバーサル・レートの議論を用いて緩和の撤収を図ろうとする雰囲気警戒感が漂っており、2018 年中にイールドカーブコントロール(YCC)における長期金利誘導目標の引き上げが行われるのではないかという声がある。折しも、政府・与党が予め設定していた4条件(CPI、 GDP デフレーター、 需給ギャップ、 単位労働コスト)を理由としてデフレ脱却を宣言する可能性も囁かれる中、「デフレ脱却宣言→YCCによる長期金利引き上げ」という展開は完全には否定できない。日銀はこれを「引き締め」とは決して述べないだろうが、事実として利上げ、ひいては日米金利差縮小を招くイベントであり円高リスクには違いない。しかし、そうなった場合は元より高止まりしている株価を道連れにする可能性が高く、安倍首相の自民党総裁選3選を前にそのような思い切った決断が下されるとは考えにくい。

～「クリフエッジ(cliff-edge)」が意識されるか～

そのほか、欧州においてはイタリア総選挙の存在は元より、ブレグジット交渉の行方も深刻さを持って注目されよう。離脱交渉期限は2019年3月末までの原則2年とされているが、EUおよび英国双方の議会手続きにかかる時間を差し引いた場合、実質的な期限は18年9月末と言われている。要するに、もう1年を切っている。EUとの合意を伴わない、なし崩しの離脱は「クリフエッジ(cliff-edge)」と呼ばれ、在英企業の経営環境が激変を迫られる事態として警戒されるが、現状を踏まえる限り、絶対ないとは言えない。断続的にメイ英首相の退陣可能性を示唆するニュースが報じられていることを考えると、英国並びにブレグジットにまつわる政治リスクは国際金融市場で大きな材料となる可能性がある。円をショートしたい向きにとっては逆風となる材料だろう。

上述した以外では、来年9月に任期を迎える安倍首相の進退(のリスク)や朝鮮半島情勢の緊迫化(のリスク)といった論点が気がりであり、これらもすべからく想定外の円高リスクとなる。これらも非常に気がりな論点ではあるが、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。全体として円高方向のリスクが多いという印象は前月から大きく変わるものではない。

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12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レール」の終点～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
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～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～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～最もビュアな片岡委員～
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ア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～)