

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。唐鎌大輔

みずほマーケット・トピック(2018 年 1 月 4 日)

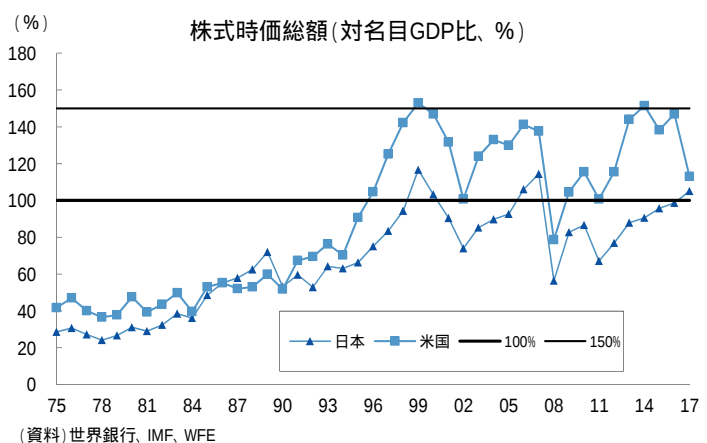
2018 年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～

2018 年を展望する論陣の多くは「安定の継続か、突然の崩壊か」の二項対立で語られるものが多いが、コンセンサスは FRB の緩やかな引き締め路線を前提とした「安定の継続」に集約されていそう。2 月に FRB 議長に就任するパウエル氏のスタンスは イエレン路線の継続による緩やかな引き締め、 イエレン路線よりも踏み込んだ厳しい引き締め、 イエレン路線の放棄(即ち引き締め中止)のいずれかになるだろうが、多くの予想は ①に集約されているようである。その資産市場への含意は「株高・ドル安の継続」だが、それがドル/円相場にもたらす影響は単純ではない。「株高継続ゆえのリスクオンで円安」と読む向きもあれば、「ドル安加速による円高」と読む向きもあろう。筆者は後者の立場を取るが、現状では前者の立場が多そう。その他、18 年の主要イベントを簡単に整理。まずは日米欧三極において 2 月に最初の山場がやってきそう。

～「安定の継続か、突然の崩壊か」～

2018 年を展望する論陣の多くは「安定の継続か、突然の崩壊か」の二項対立で語られるものが多いが、コンセンサスは FRB の緩やかな引き締め路線を前提とした「安定の継続」に意見が集約されていそうである。2 月に FRB 議長に就任するパウエル氏のスタンスは①イエレン路線の継続による緩やかな引き締め、②イエレン路線よりも踏み込んだ厳しい引き締め、③イエレン路線の放棄(即ち引き締め中止)のいずれかになるだろうが、多くの予想は①に集約されているようである。その資産市場への含意は「株高・ドル安の継続」だが、それがドル/円相場にもたらす影響は単純ではない。「株高継続ゆえのリスクオンで円安」と読む向きもあれば、「ドル安加速による円高」と読む向きもあろう。筆者は後者の立場を取るが、現状の金融市場では前者の立場が多そうである。今年最初の本欄では、2018 年の相場を見通す上での勘所を簡単に整理しておきたい。

確かに、株高が継続しリスクオンムードが支配的な状況下、ドル/円相場が大崩れする展開は想像が難しいかもしれない。だが、緩やかな引き締めを前提とした米イーールドカーブのフラット化傾向は過去 1 年間続いており、依然反転の兆しが見られない。トランプ政権下の減税政策で一気に金利が跳ね、流れが変わるのかと思いきや、今のところその様子もない。FRB の思惑通り今年 3 回利上げすれば、長短金利(例えば 10 年と 2 年)の金利水準は逆転しても不思議ではないが、それは米金利と共にリスク資産価格



の頭打ちを予感させるものである。過去の本欄¹でも言及したように株価と経済成長の伸びを比較した場合、米国はまだしも日本のそれは経験則的に限界に近いという印象が拭えない(前頁図)。また、昨年 11 月に欧米のハイイールド債市場が大きな調整を迫られたことも記憶に新しい。リスク資産価格の上伸に期待できないのだとしたら、ドル/円に強気になることもやはり難しいのではないかな。

～2018 年のイベントスケジュール:2 月にノイズが多そう～

ちなみに現時点で判明している今年の主要イベントを整理すると以下のようなものがある:

- 1 月:金正恩朝鮮労働党委員長誕生日、日中首脳会談、
- 2 月:平昌冬季五輪、イエレン議長退任、パウエル議長就任、半期に一度の議会証言
- 3 月:FOMC(18 年最初のドットチャート発表)、イタリア総選挙、中国全人代開幕、ロシア大統領選挙、岩田・中曽日銀副総裁退任
- 4 月:黒田日銀総裁退任
- 6 月:FOMC(ドットチャート発表)、サッカーW 杯ロシア大会、ECB 政策理事会(拡大資産購入プログラムの延長可否を決断?)
- 7 月:ECB 政策理事会(拡大資産購入プログラムの延長可否を決断?)
- 8 月:ジャクソンホール経済シンポジウム
- 9 月:ECB 政策理事会(拡大資産購入プログラムの延長期限到来)、自民党総裁選
- 9～11 月:2019 年 10 月の消費増税判断期限、英国の EU 離脱交渉実質期限到来
- 10 月:パウエル議長、半期に一度の議会証言
- 11 月:米中間選挙

欧州における「選挙の年」と恐れられた 2017 年と比べれば、予定されているイベントはそれほど多くない。昨年を振り返れば 2 月の上院銀行委員会における半期に一度の議長証言を境に FRB がにわかにタカ派色を強め、結局年内その流れが続いたという経緯がある。パウエル議長就任直後の大仕事であり、2 月の議会証言は今年最初の山場となりそうである。3 月にはパウエル体制下では初の政策金利見通し(ドットチャート)が公表され相応に注目を浴びようが、これは議会証言のトーンに規定されるはずであり、やはり 2 月が重要なタイミングとなろう。そのほか年末によく日程が定まった 3 月 4 日のイタリア総選挙も波乱材料となる可能性がある。世論調査を中心とする報道が事前に展開されるだろうことを思えば、やはり 2 月から騒がしくなるのではないかな。本邦で言えば、黒田日銀総裁の退任は 4 月だが、後任人事が決まるのはやはり 1～2 月になるだろう。日米欧の三極でノイズが増えそうなタイミングとして 2 月を意識したいところである。

～材料の多そうな欧州、米国は中間選挙～

1～3 月期さえ越えれば、予定されているイベントはさほど多くない。但し、敢えて言えば 9 月末に期限が到来する拡大資産購入プログラム(APP)の延長可否について ECB がどのような判断を下すのか、そして同時期に実質的な期限が到来する英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉がまとまっ

¹ 本欄 2017 年 12 月 21 日号『バフェット指標に見る過熱感～株価 vs. 経済成長～』をご参照下さい。

ているかなどは取引材料になる。前者に関しては昨年 12 月政策理事会後の記者会見でその先行きを問う質問が出ているくらいであるから、今年 4 月 26 日、6 月 14 日、7 月 26 日と政策理事会を重ねるごとに注目が高まっていくことは避けられまい(特にスタッフ見通し改定を伴う 6 月は重要である)。筆者はドイツを含む一部タカ派メンバーの強硬な主張にも拘わらず、APP が廃止に向かうことはないと予想している。具体的には、今月から 300 億ユーロに減額される APP は 10 月以降、150 億ユーロなどに再減額された上で 2019 年 3 月末までの半年程度は延長される可能性が高いと考えている。昨年 6 月のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演後のユーロおよび域内金利急騰を受けて狼狽を強めた ECB 高官の言動を思い返せば、APP 廃止という大きな決断はやはり難しいだろう。かかる状況下、為替面では、正常化のビギナーとして勢いを得た 2017 年のような騰勢を期待するのは困難というのが筆者の基本認識である。

ちなみに、相場への影響は限定的なものにとどまろうが、今年から 2 年間かけて ECB 役員会(正副総裁+4 名の理事)のメンバーが順次入れ替えとなる。まず、副総裁の任期が今年 6 月であり、その後任人事が決まるのが 2 月、候補者の選定が今月のユーロ圏財務相会合である。そして今年後半からはいよいよ総裁の後任人事に関し、騒がしくなってくるだろう。

また、欧州と言えば、今年はブレグジット交渉が大詰めを迎える。昨年 12 月、離脱協定の合意まで漕ぎ着けるといふ進展が見られたものの、本丸である EU と英国の「新たな関係」を規定する通商協定が果たして実質的な期限と言われる今秋に間に合うのかは定かではない。繰り返し議論しているように、暫定合意の無い離脱はビジネス環境の激変を伴う「崖っぷち(クリフエッジ)」リスクとして大きな市場変動をもたらしかねない。現時点でその可能性がさほど低いようにも見受けられず、ポンド相場の急落は引き続き警戒すべき論点である。なお、クリフエッジの場合、EU 全体で 120 万人の失業者が出るという試算もあるため、それ自体はユーロ買いにもなりにくいと思われる。その際に買われる通貨はやはり円、次にドルとなると考えたい。いずれにせよ、今年下半期にかけては「利上げでも買えない通貨」としてポンドの悲哀がクローズアップされる時間帯があると考えたい。以上のように見てみると、欧州関連では比較的大きめの動きをもたらす材料がありそうである。

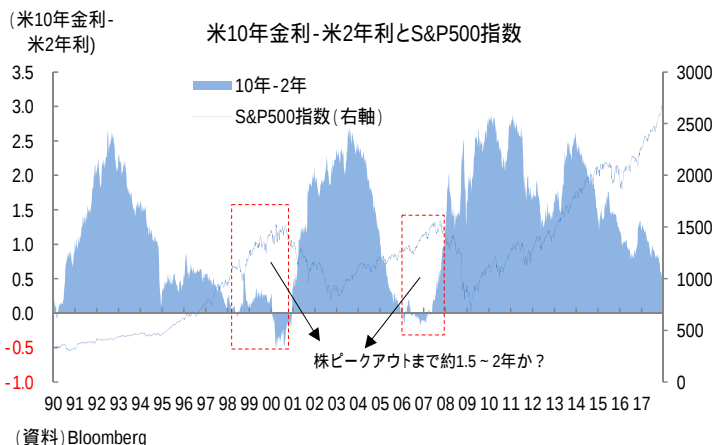
一方、米国では 11 月の中間選挙で民主党がどこまで議席を獲得できるかが注目となる。昨年 12 月の米アラバマ州の上院補欠選挙では共和党候補が敗れるという番狂わせが話題となった。現状、金融市場に漂う安堵感の小さくない部分がトランプ政権下での拡張財政への期待に依存しているようなことを思えば、ここでの共和党大敗は市場の潮目を変える可能性を孕んでいる。

～キーワードは逆イールドや中立金利～

2018 年の金融市場を展望する上でのキーワードが「米長短金利の逆転(逆イールド化)」や FRB の想定する「中立金利の低迷」であることに異論は少ないだろう。それは要するに「米金利の歪み」をどう解釈するかが課題ということである。先読みが難しい現状において、ただ 1 つ確かなことは、正常化を進める中央銀行とは矛盾する「歪んだ状態(低インフレやフラット化したイールドカーブ、史上最低の中立金利想定など)」が放置されているという事実である。本当にインフレ期待が高まり、予防的な(フォワードルッキングな)引き締めが正当化される状況ならば長期金利も騰勢を強めていなければおかしい。そうなっていないにもかかわらず引き締めを敢行するのは、やはり将来的な緩和余地(糊代)の確保に主眼が置かれているからではないだろうか。

結局、2018年(恐らく2019年も含め)の相場を読む上での要諦はこの「糊代論」に基づくFRBの正常化に関し、その適否をどのように判断するかにかかっている。「物価はいずれ上がる」という前提に基づいて行われる中銀の政策運営は建前としては正論に聞えるが、それを支える論拠には乏しい(というか無い)のが現状である。片や、「来たるべき不況で空手(からて)は怖い」という糊代論に基づき行われる正常化は正論とは言えないものの、一理はある。それは中銀として当然の防衛本能とも言える。だが、そうは言っても、その政策運営が実体経済の地力とそぐわないものであるならば、分析者の立場からはやはり警鐘を鳴らすのがフェアというのが筆者の考えである。

最も多様な情報を織り込むはずの米イールドカーブが昨年来フラット化を続けていることの意味が小さいはずはなく(図)、米金利とドルの頭打ちがそのままドル相場下落と円相場の騰勢に繋がるリスクはやはり排除できないというのが本欄のメインシナリオである。



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27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
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～
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、再確認したい円の勘定感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～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」を融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」～)