

みずほマーケット・トピック (2018年1月30日)

メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～

メインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。想定されるリスク要因のラインナップに関し前月から大きな変化はない。1月下旬に入り騒動になったムニューシン米財務長官の発言は決して新しい論点ではなく、1年前のトランプ政権発足当初より警戒される円高リスクである。一方、昨年末に可決した大型減税は確かに米長期金利の押し上げに繋がっており、今後、インフラ投資計画などが固まるに伴い米金利が続伸するリスクもないわけではない。だが、既にドル/円相場と米金利の相関は切れており、これを円安リスクと見なすかは議論も必要。仮に、米金利とドル/円が同時に上昇するようなことがあるにしても、減税やインフラ投資が米経済を押し上げているという事実が指標面から確認されることが求められよう。予測期間中にそのような事態にまで至るとは考えにくい。1月は総じて、米国の通貨・通商政策を巡る円高リスクが強まった月だった。日米経済対話や為替政策報告書に絡んで、この論点は今後も大いに残りそう。

～米通貨・通商政策を巡るリスクが高まった1月～

今月もメインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。列挙しているリスク要因自体(右表)、前月から大きな変化はないが、1月下旬に入り騒動になったムニューシン米財務長官の発言は①-2のリスクに該当する出来事であった。1年前のトランプ政権発足当初より警戒される論点であり、今後も要注意と考

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	・米通貨・通商政策の行方、日米経済対話の難航	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、米朝開戦?	円高ドル安?

(資料)筆者作成

えられる。なお、①-1で示唆してきた円安寄りの論点だが、昨年末に可決した大型減税は確かに米長期金利の押し上げに繋がった。だが、ドル/円相場がこれを受けて上昇するような事態にはなっておらず、むしろ下落する有様である。今後、インフラ投資計画などが固まるに伴い①-1の米金利が続伸する可能性がないわけではないが、それに呼応するようにドル/円が上がるかは別問題である。仮に、そのようなことがあるにしても減税やインフラ投資が米経済を押し上げているという事実が指標面から確認されることが必要だろう。予測期間中にそのような事態にまで至るとは考えにくい。1月は総じて、後述する米国の通貨・通商政策を巡る円高リスクが強まった月だったと言える。

～波紋を呼んだムニューシン発言～

上述したように、①-1 のリスクに絡んで、米国の通貨・通商政策がドル安に傾斜していることは過去 1 年、本欄では常々述べてきたことであり、これが最も大きな円高リスクと論じてきた。トランプ政権は発足当初よりその保護主義的思考が危険視されてきた経緯がある。1 月 24 日の世界経済フォーラム (WEF) 年次総会におけるムニューシン財務長官の「貿易やさまざまな機会について言えば、ドルが弱くなるのは明らかに米国のためになる」といった発言は誤解や推測を超えて明らかに通貨安誘導の範疇に入るものであり、だからこそドラギ ECB 総裁が語気を強めて批判した経緯がある。もちろん、ムニューシン財務長官は「長期的には強いドルは米国経済力を映す。ドルは主たる準備通貨である」とバランスを取る発言もしていたし、ロス米商務長官もこのムニューシン発言に関し、強いドル政策の転換を表明したわけではないと火消しに努めた。しかし、そのわずか 2 日前の 1 月 22 日、米国は太陽光パネルと洗濯機の輸入急増に対応すべく緊急輸入制限 (セーフガード) の発動を発表しており、保護主義的な通商政策を実践している。また、ロス商務長官自身も同じく WEF の場で「米国は問題対応で何かするたびに保護主義者と呼ばれる」との基本認識を示し、あくまで貿易相手国が保護主義的な行動を取るがゆえの米国の行動なのだと弁明している。通商政策を司るトップの認識がこれでは市場は安心してドルを買い戻せないのも無理はない。

ちなみに WEF ではなく 25 日の米 CNBC テレビのインタビューで、トランプ米大統領はムニューシン発言に関し、「本来の文脈から外れて解釈された」と指摘し、「ドルはどんどん強くなるだろう。最終的に強いドルになるのを望んでいる」と述べたが、為替市場におけるドルの買戻しは限定的なものに止まっている。これまで朝令暮改で言動が頻繁に変わってきたことを市場参加者は忘れてないのだろう。むしろ、ドル安・ドル高のうち、現実味がありそうなのはどちらなのかを吟味した上で、「やはりドルは買い戻せない」との判断に至っているのが現状と見受けられる。

この点、2017 年通年の貿易黒字が +2 兆 9910 億円と 2 年連続の黒字となった日本の立場は決して心地の良いものではない。原油高の影響もあって黒字幅は縮小しているものの、世界有数の対米貿易黒字国としてトランプ政権の通貨・通商政策から圧力を受け、円高を甘受せざるを得ないような展開はやはり警戒すべきものである。特に、昨年秋、麻生副総理とペンス副大統領の間で突如浮上した日米 FTA 交渉の行方などは日米経済対話の時期 (4 月・10 月) が訪れるたびに市場は気を揉むことになろう。もちろん、同時期に公表される為替政策報告書のスタンスも要注意である。

～その他の円高リスク: 根強い日銀への警戒感～

その他の円高リスクも複数ある。トランプ政権絡みでは、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さない (③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①-2 や③は相乗的なリスクとして警戒したい。そのほかの円高リスクとしては、依然として日銀の金融政策が引き締めにつながる可能性を気にかける向きは多い。この流れは、昨年 11 月、チューリヒ大学における講演で黒田日銀総裁がリバーサル・レートの概念を用いて緩和撤収を示唆したことから始まっており、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懸念はなかなか払拭されずに残っている。この上で、年明け早々の 1 月 9 日に決定された予想外の輪番減額がそうした出口への警戒感を一段と強め、1 月の円高相場を形成したという経緯が

ある。さらに政府・与党が予め設定していた 4 条件(①消費者物価指数(CPI)、②GDP デフレーター、③需給ギャップ、④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ており、「デフレ脱却宣言→YCC による長期金利引き上げ」という展開は海外勢を中心に警戒する向きが多いように感じられる。仮にそのような決断をしても日銀はこれを「引き締め」とは決して述べないだろうが、事実として利上げであり、日米金利差縮小を招くイベントであるため、強力な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。そもそも 1 月の輪番減額がいよいよ為替市場の注目を浴びてしまった以上、今後、類似の動きを決断するのは相応に勇気が要るだろう。なお、予測期間中に新型コア(生鮮食品・エネルギーを除く総合)で見た CPI が安定的に前年比+1.0%台に乗せてくる公算は小さいゆえ、日銀が引き締めの動きをするにしても、大義名分が立ちにくい状況が続くことも留意しておきたい。

～「クリフエッジ(cliff-edge)」が意識されるか～

また、欧州においては英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉の行方も円高材料として意識したい。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 2018 年 9 月末と言われている。要するに、あと半年強しかない。昨年 12 月には在英 EU 市民の権利・離脱に係る清算金・アイルランド国境問題といった 3 つの優先順位について意見集約が進んだが、第二段階では 2019 年 3 月以降の「移行期間」をどの程度設定し、その間の権利・義務関係をどのように定義するかといった難しい議論が待っている。これを突破して初めて EU と英国の「新たな関係」の議論を始めることができるわけだが、残り 7 か月程度でこれらの行程が全て済むとは俄かには信じ難い。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情勢である。もちろん、現実的には实体经济に配慮した政策が打たれることになろうが、クリフエッジのリスクを意識した国際金融市場が円買い・株売りに傾斜する展開には身構えたいところである。

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(⑤のリスク)や朝鮮半島情勢の緊迫化(⑧のリスク)といった論点が気がかりであり、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か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。

～金利差とドル/円予想の関係について～

片や、円安リスクとしては何が考えられるだろうか。従前より述べるように、10 年金利の天井が「利上げの終点(≡中立金利)」と一致するという経験則に基づくのであれば、もはやその上昇余地は殆どない(次頁図)。確かに 2 年金利は上昇しているが、10 年金利を超えて(つまり逆イールド化して)上がり続けるようなことも考えにくい。要するに、10 年金利も 2 年金利も上限が近づいていると思われることから、日米金利差拡大をあてにした円安・ドル高予想も必然的に難しくなっているというのが本欄の基本認識である。だが、「利上げの終点」と見なされる、FRB の想定する中立金利見通

し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離れする可能性があり、これは確かに円安リスクと考えられる(②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。繰り返しになるが、経験則上、米 10 年金利が「利上げの終点(≒中立金利)」を超えて安定的に推移することは想定されず、その意味ではあと 5bps 程度(中立金利 2.75%－現在の 2.70%前後)しか上げ余地はないという理解になる。雑駁に言えば、「今が天井」という評価であろうか。しかし、中立金利の想定が顕著に例えば 3.00%や 3.25%に引き上げられると、利上げの天井も引き上げられるため、円安リスクが増すという考え方はあり得る。



確かに、インフレ率が 2%と仮定した場合、2.75%の中立金利は米国の潜在成長率が 0.75% (2.75%－2.00%) 程度しかないという話であり、これはいかにも低すぎる。とはいえ、過去の本欄でも述べてきたように、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%) である。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、さほどおかしな話ではない。税制改革の影響を織り込む結果、今後 FRB の想定する中立金利が上方修正される可能性はあるが、それをメインシナリオの前提とするのは危ういと考えたい。

また、上述したように、今や日米金利差とドル/円相場は逆相関と言えるほど互いに無関係な存在となっており、仮に利上げに応じて米金利が上昇し続けても、それが必ずしも円安に繋がらなくなっているという面もある。厄介なことに、そうした相場反応は必ずしも対称的なものとはならない可能性もあり、金利差が縮小する過程ではしっかり円高で反応する可能性がある。そのほか④で指摘するように、本邦機関投資家による為替リスクを伴った対外証券投資も円安リスクとして残るが、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、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。

以上を踏まえる限り、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と考えている。

以上を踏まえる限り、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、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。なお、当行は本情報を無償のみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方 - 通貨高けん制が効かない理由 -
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて - 消化試合の様相 -
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて - 米国一本足打法 -
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る - 「カーブフラット化と株価急騰」 -
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー - タカ派傾斜は心配無用 -
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー - 最後の展望レポート -
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版 (ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場 - 議事要旨の強気を受けて...)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速 - 停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計 - 改善が極まりつつある米経済指標 -
2018年1月5日	週末版 (外貨準備構成通貨の現状 (2017年9月末時点) - ユーロ比率は明確に反転 -)
2018年1月4日	2018年の勘所 - 概観、注目イベント、キーワード -
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 - バウエル議長を待つ「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	テーパ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 (欧米中銀の会議議事要旨について - 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	バ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 - 最もビュッな片岡委員 -
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) - 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	カタール・リヤ混戦と反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 - 「寝た子を起さず」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、長期は弱気金利見直し -
	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 -