

みずほマーケット・トピック(2018年2月27日)

メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～

毎月通り、本欄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。想定されるリスク要因自体、前月から大きな変化はない。しかし、2月以降、米金利上昇がもはや円高リスクに転じつつあるという極めて重要な変化が生じていることは見逃せない。これまでの本欄ではトランプ政権下での拡張財政がリフレトレードの勢いを再燃させ、2016年11月以降のような相場つきが発生することを懸念していたが、もはや米金利上昇は米株安を通じて円高リスクになりかねない情勢。徐々に「円安リスク」としてのトランプ政策の存在感は薄くなっていると考えたい。日本絡みでは若田部新副総裁の登場が追加緩和に至るリスクを尋ねられることもあるが、第二次黒田体制も現状維持が基本となるはずだ。官邸の強い続投要請を受けた黒田総裁の提案に対し、新任の副総裁が執行部分裂を引き起こしてまで反対する可能性が高いとは思えない。

～米株・米金利に前向きな反応を示さないドル/円～

昨日の為替市場は小動きにとどまった。本日開催されるパウエルFRB議長による初の議会証言を前に様子見ムードが強い地合いである。欧州議会(経済金融委員会)におけるドラギECB総裁の定例議会証言では為替レートの変動が物価安定の見通しに影響を与える可能性に言及があったものの、反応は限定的なものであった。昨日の本欄でも述べたように、パウエル議長はタカ派と解釈されかねない言動について細心の注意を払うはずであり、今晚を跨いで市場の利上げ織り込みが3回から4回(果ては5回)などといった偏った見方に変容していく可能性は高くない。いずれにせよ米国で株や金利が大きく上げてもドル/円相場が前向きな反応を一切示さない現状を見るにつけ、先行きは円高リスクが強まっていると考えざるを得ないだろう。

～金利上昇が円高リスクになった2月～

毎月通り、本欄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。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。1月下旬にはムニューシン米財務長官のドル安誘導発言が話題になったが、これに相当する①-2のリスク

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収	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

は引き続き要注意である。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、今後も予断を許さない。なお、①-1で示唆してきた円安リスクに係る論点だが、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模様である。その上でインフラ投資案も浮上しており、トランプ政権の拡張財政が米金利の騰勢を招く展開は今後排除できない。問題はドル/円相場がこれを受けて上昇するような事態になっていないことであり、むしろ米金利上昇が株式市場に嫌気され、リスクオフムードの強まりを招くという現象が発生していることである。現時点では一連のトランプ政策を円安リスクとして分類することに関し慎重さが必要であり、事によっては円高リスクになるかもしれない。その意味で、今月の本欄から①-1 は方向感に関しては円安リスクとしながらも、「？」マークを付けた。いずれにせよ、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には時間が必要であり、予測期間中にそのような事態にまで至ることはあるまい。2月には金利上昇が円高リスクに転じつつあるという極めて重要な変化があったと解釈している。

～もはやリフレトレードは期待できない～

2月に入り見られている米長期金利の上昇が景気加速を織り込んだものであり、株価もドルも同時に騰勢を強めれば本欄の円高シナリオにとっては大きなリスクになる(2016年11月以降の相場のような状況である)。しかし、周知の通り、もはや株式市場は米金利上昇を売り材料と見なす雰囲気強く、ここから先、長期金利が続伸する度にリスク資産への影響が不安視されるような状況が出来上がってしまっているようにも見受けられる。こうなってくると①-1のリスクで想定している減税やインフラ投資といったような拡張財政がリフレトレードを焚き付け、ドル/円相場も上離れしてしまうという展開はあまり現実的ではないかもしれない。2月の段階では米金利上昇と株高が併存するシーンも見られ、ドル/円相場が値持ちするような場面もあったが、徐々に「円安リスク」としてのトランプ政策の存在感は薄くなっているように感じられる。それよりも既に①-2に絡めて上述してきたように、米国の通貨・通商政策がドル安志向を強め、その煽りを円相場が被るリスクを心配したいところである。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った。既に1月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やはりドル安リスクは拭えないだろう。

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したい。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は複数あるものの、前月から顔ぶれは大きく変わっていない。トランプ政権絡

みでは、昨年 12 月、政権閣僚(フリン前大統領補佐官)訴迫により耳目を集め始めたロシアゲート疑惑は収束を見たわけではなく引き続き予断を許さない(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 は③に伴う相乗的なリスクとして警戒したいところである。なお、失地回復を図るべく景気刺激を企図して拡張財政の強化に走った場合は①-1 であり、従来であれば円安を促しやすいはずだが、上述したようにそれも金利上昇・株価下落を通じて円高を招来する可能性がある。中間選挙が近づき中、そうした流れを警戒すべきかもしれない。

そのほかの円高リスクとしては、日銀の金融政策が引き締めに転じる可能性を気にかける向きは未だに多い(⑥のリスク)。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・レート概念を用いて緩和撤収を示唆したことからは始まっている流れであり、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。黒田総裁が続投になったことを踏まえれば、このような路線を引き続き気にかける向きはあるかもしれない。しかし、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、円高相場の端緒となったという声は根強い。日銀要因ではないとはいえ、その後のドル/円相場が 105 円台まで急落しており、本稿執筆時点でも軟調推移を余儀なくされていることを思えば、もはや出口戦略と受け止められかねない政策修正は極力避けるだろう。⑥のリスクは想定しつつも、2 月に入り、大分可能性が下がったように感じられる。なにより、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という事情もある。

片や、新任の若田部副総裁が追加緩和を惹起するリスクを尋ねられることもあるが、この可能性は非常に低い。基本的に第二次黒田体制も現状維持を基本とするはずである。片岡審議委員がそうであったように、若田部副総裁が目立った行動に出る可能性を気にする向きもあるようだが、官邸の強い続投要請を受けた黒田総裁の提案に新任の副総裁が-執行部分裂を引き起こしてまで-反対するだろうか。その可能性は低いと考えるのが自然ではないだろうか。

～払拭できない「クリフエッジ(cliff-edge)」のリスク～

前月も指摘した論点であり、後述するが、欧州に関しては英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉の行方を円高材料として意識する必要がある。ブレグジット交渉の第二段階、つまり 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交渉が 2 月 5 日にいよいよ始まっている。しかし、これについては EU、英国両者の隔たりが相当大きそうであり¹、2 月下旬にはメイ英首相は必要なだけ移行期を引き延ばすことを狙っているとの報道も見られている。移行期間に係る交渉を突破できなければ EU と英国の「新たな関係」の議論を始めることができない。残された実質的な交渉期間は 7 か月程度であり、その間に両者の溝が完全に埋まり、合意に達することが出来るのかは相当不透明な情勢である。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市場が円買い・株売り

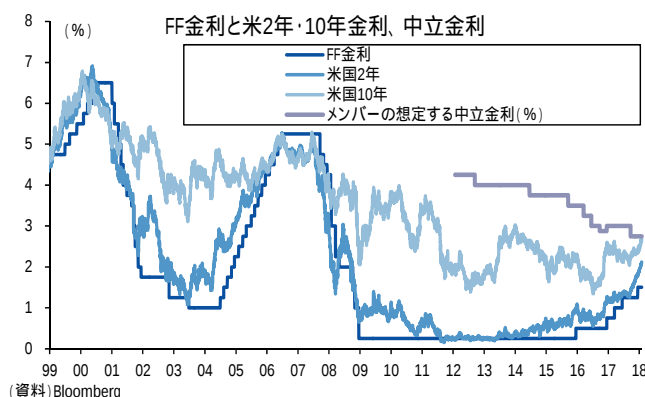
¹ 本欄 2018 年 2 月 16 日号『本当にブレグジットは大丈夫なのか? ~不穏な「第二段階」のスタート~』をご参照下さい。

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、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)といった論点が気になりであり、これらも想定外の円高リスクとなる。特に、⑧に関して平昌オリンピック閉幕と同時に再び勃発するリスクを指摘する向きがある。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。

～米金利低下時にはしっかり反応する可能性～

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、米 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、もはや上昇余地は残されていないように思える(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)。現状では日米金利差とドル/円には安定的な関係が認められないが、米金利が上昇し続けた場合、いつまでも無関係ということもないだろう。中立金利の引き上げと共に長期金利、そしてドル/円が上離れしていく展開はリスクではある。



しかし、仮に中立金利の想定が例えば 3.00%や 3.25%に引き上げられたとしても、本稿執筆時点の長期金利(2.86%)からは 20～40bps 程度である。その程度の金利上昇を取るために本邦投資家からの為替リスクテイクが加速し、115 円や 120 円の世界が実現することなど(④のリスク)あり得るのだろうか。一部の円安見通しが描くそのようなロジックに関し、筆者は懐疑的である。

周知の通り、昨秋以降、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。しかし、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。

以上のような論点を踏まえる限り、引き続き足許から 1 年間を見通した場合のドル/円相場に関しては、以前依然円高リスクが大きそうという印象である。

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。なお、当行は本情報を無償で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2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本日にプレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
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～
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」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
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拡がるユーロ相場～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	ステルステーバリングの「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度目のキャッシュ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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～通信は禁物～
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～