

みずほマーケット・トピック (2018 年 3 月 26 日)

メインシナリオへのリスク点検 ~ 安直な円安予想の終わり ~

メインシナリオに対するリスク点検を整理しておきたい。トランプ政権の拡張財政を理由としてドル/円相場が騰勢を強めるリスクは今月から撤回。金利上昇が株式市場に嫌気されている以上、もはやリフレトレードに従った円安相場は考えにくい。2 国間金利差の拡大に依存した円安予想の欠点は米金利上昇のデメリットに全く配慮しなかったことであり、「金利差拡大に基づいて 120 円や 125 円に上昇」といった安直な円安予想がここにきて大幅な下方修正を迫られているのは当然としか言いようがない。その上で考えるべき最も大きなリスクはやはり米国の通貨・通商政策。米国がこのようなテンションのままで迎える 4 月の米為替政策報告書や日米経済対話は果たして穏便な内容にとどまるのか。大きな不安がある。その他日米政治、日銀の出口戦略、イタリアにおける政局流動化など、前月に比べて円高リスクは増したと考えたい。

～もはやリフレトレードが円安をもたらすことはない～

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(右表)に関し、トランプ政権の拡張財政を理由としてドル/円相場が騰勢を強めるリスクは今月から撤回することにした。円高シナリオを想定する筆者が

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	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
	米国政治リスク	・内政混乱は外交姿勢の先鋭化に現れやすい。	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
日 本	本邦政治リスク	・安倍退陣に伴うリフレ志向の後退	円高ドル安
	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
	-1 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
	-2 日銀の政策変更リスク	・外債購入、ヘリマネetc ラディカルな追加緩和	円安ドル高
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? ・カタルーニャ混戦が域内各地へ延焼	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

これまで最も懸念していたリスクは減税政策に加え、大規模なインフラ投資も加わることで米金利が大幅に上昇し、これに応じてドルも買い進められるという展開だった。こうした相場の代表例が 2016 年 11 月の米大統領選挙後、約 1 か月間にわたって繰り広げられた光景である。その間、米 10 年金利は最大で約 90bps 急騰し、ドル/円相場も最大で約 17 円、値を上げた。その後、トランプ政権の政策執行能力に疑義が生じる中で、金利も為替も反落し小康状態に入るのだが、常に「拡張財政の具現化はいつになるのか」という漠然とした期待が市場にはあった。大規模と目される財政政策の内実さえ明らかになれば、再びリフレトレードが活気づくという声は少なくなかった。

しかし、今年 2 月以降、ムードは明らかに変わっている。これまで好景気の兆候と見なされ株高との併存が許容されていた米金利上昇は徐々に株売り材料としての認識が広がっている。米 10 年金利が恒常的に中立金利(現状では 2.90%)間際で推移している以上、ここから先の金利上昇はどうしても「正常化」ではなく「引き締め」の色合いが表出しやすい。そもそも議論するまでもなく金利

上昇は株価のバリュエーションにとってはマイナスなので「利上げしても株高」という状況が放置されてきた過去 2 年の方が特異だったのである。かかる状況下、トランプ政権による拡張的な財政政策がドル/円相場の加速を招くというリスクシナリオは一旦、視野から外したい。

～円高リスク:やはり最大のリスクは米国の通貨・通商政策～

その上で最も大きなリスクはどこにあると考えるべきか。トランプ政権発足後、本欄では常に配慮してきた点だが、やはり米国の通貨・通商政策(①のリスク)は大きな攪乱要因と考えるべきである。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やセーフガード(洗濯機とソーラーパネルが対象)発動、3 月に入ってから鉄鋼・アルミに対する追加関税、中国に対しては知的財産権侵害を理由とする 500 億ドルの追加関税など、大統領選前後から垣間見えていた保護主義姿勢が単なる「ブラフ(はったり)」ではなかったことを思わせる挙動が立て続いている。鉄鋼・アルミ関税は 3 月 23 日に発動しているが、日本政府が懇願してきた例外措置の要求は通ることがなかった。同盟国にも拘わらず、である。発動の前日、トランプ大統領は「安倍首相らは『こんなに長い間、米国をうまくだませたなんて信じられない』とほくそ笑んでいる。そんな日々はもう終わりだ」と突き放した。

米国がこのようなテンションのままで迎える 4 月の米為替政策報告書や日米経済対話は果たして穏便な内容にとどまるのか大きな不安がある。元より為替政策報告書では円の割安感が指摘されて久しく、前回となる第 2 回日米経済対話(昨年 10 月、ワシントン)では日米自由貿易協定(FTA)というフレーズが初めて公式に米政府高官の口から出た(ペンス米副大統領は「強い関心がある」と述べた)。2 国間交渉が早晚始まるという声は多くないが、仮にそうなった場合は為替条項などを絡めて円相場の高め誘導を図ろうとしてくる不安がある。

なお、こうした米国の一方的な意思表示に対し中国や EU は報復の姿勢を露わにしており、中国に至っては駐米大使が米国債購入の減額をちらつかせ始めている。中国による「米債売り」のカードは今年 1 月にも一時話題となったが¹、当時は出所不明の観測気球だったと見受けられる。今回は駐米大使によるリアルな発言であり、現実味を帯びている。2 月以降、米金利上昇が米株の頭を押さえる地合いとなっていることを踏まえれば、使うタイミング次第ではこうしたカードは相応に有効とみられ、米国の態度が軟化するかどうかは今後の 1 つの見どころとなる。

このほか米国に関してはそもそも内政事情が混迷の度を深めていることも円高を惹起しやすい(③のリスク)。主要閣僚の更迭が進み、トランプ大統領のイエスマンが順次入閣する中、上述したような保護主義的な政策もまかり通りやすくなるとの懸念もある。また、しばらく話題に上っておらず忘れられているがロシアゲート疑惑を巡る捜査も未だ進行中である。内政が混乱した分は外交において得点機会を作ろうとするのがトランプ政権の特徴であり、やはり保護主義、為替の面からはドル安を通じた中間選挙対策が進められる公算は大きいように感じられる。

～円高リスク:本邦政治情勢～

米国政治も不安定さを増しているが、9 月に自民党総裁選を控えている以上、本邦政治情勢の不安定化の方が喫緊の問題かもしれない(⑤のリスク)。財務省の公的文書書き換え問題は、首相夫人の関与が取り沙汰される中で、内閣支持率も巻き込まれるように低下している。かかる状況下、

¹ 本欄 2018 年 1 月 11 日号『中国の米国債購入減速・停止報道の読み方』をご参照下さい。

盤石と見られていた安倍首相の総裁3選に不透明感が強まったとの見方は少なからず芽生え始めている。むしろ、内閣支持率が下がったからといって野党勢力の支持率が上がっているわけではないので、万が一、安倍首相が退陣するようなことがあっても政権交代にまで至るシナリオが視野に入るわけではない(それはそれで「受け皿不在」という別の問題ではあるのだが)。しかし、海外投資家を中心として「アベノミクス(Abenomics)」というフレーズは浸透しており、それは強烈なリフレ志向とセットで解釈されることが殆どである。これが変化を迫られること自体はそれなりにリスクだろう。

例えば3月21日にはNHKが『自民 岸田氏 金融政策の正常化へ“出口戦略”の検討を』と題し、次期首相の呼び声も高い岸田政務調査会長が出口志向を有しているのではないかと相応に話題となった。厄介なことに、誰が首相になろうとも、現時点で日銀に出来ることはもはや残されておらず金融システムへの負荷を考えれば政策正常化が視野に入って然るべき局面なのだが、仮に首相交代とイールドカーブコントロール(YCC)という枠組みの変更が重なった場合は「アベノミクスの終焉(巷では「アベグジット(Abexit)」などと呼ばれる)」が取り沙汰されかねない。

黒田体制は安倍政権の庇護の下で政策運営に勤しんできたという解釈が一般的である。首相退陣は年齢的な問題から任期を全うすることはないと見られていた黒田総裁の交代という動きにまで星が及びかねない。そのようなバタつきを見て海外投資家はどのような挙動に出るだろうか。少なくとも円売り・日本株買いにはなるまい。当面は円高リスクとしての本邦政治情勢から目が離せない。

～円高リスク:日銀の政策修正、その他政治的リスクなど～

チャートを見れば一目瞭然だが、今年ドル/円相場が円高に転じたのは1月9日である。同日は日銀の輪番オペが予想外の減額となり市場に驚きを呼んだ日であった。もちろん、それだけでドル/円相場が腰折れしたのだと主張するのは無理筋だが、その後、日銀の出口戦略を気にかける海外投資家が後を絶たなかったという事実を踏まえれば、あながち小さな動きだったとも言い難い。しかも、為替市場にそれだけ注目されたにもかかわらず、日銀は2月28日に再び減額に踏み切り、その2日後の3月2日には黒田総裁が再任に向けた衆院議院運営委員会での所信聴取後の質疑で、「2019年度ごろには2%に達成する可能性が高いと確信している」と述べ、2019年度ごろに出口を検討していることは「間違いない」とまで口にし、円相場の騰勢を招いた。もちろん、メディアのヘッドラインやそれを受けた市場参加者が針小棒大に騒いだ面は多分にある。だが、年初来の日銀の情報発信を見る限り、明らかに「次の一手」として正常化方向を欲しているように思えてならないのも事実である。雨宮副総裁も3月20日の就任会見ではっきりと「概念的、理論的にはイールドカーブ(利回り曲線)の調整の可能性は排除していない」と口にしている。現時点では時期尚早と述べているものの、2～3月に強まったリスクオフムードが退潮になった場合、如何にも調整を切り出しそうな雰囲気はある。筆者は、円相場が105円を割り込み、日経平均株価の2万円割れも現実味を帯びている中でそのような政策運営はもはや絶望的に難しくなったと考えるが、それでもYCCにおける長期金利誘導目標の「めど」引き上げなどを敢行するようなことがあれば、ドル/円相場は急落必至だろう。可能性が高いとは思えないが、ゼロとも言い難いシナリオである。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治(⑦のリスク)、地政学リスク(⑧のリスク)などがある。前者に関してはイタリア総選挙後、どの政党も多数派を形成できないハングパーラメントに陥っている中、「五つ星運動」とユーロ離脱を標榜する「北部同盟」の連立観測が浮上しており予断を許さない。片

や、後者は米朝首脳会談の可能性が浮上する中で緊張が和らいでおり、その一報が流れた時にはドル/円相場も上昇した。しかし、その下地を作ってきたとも言われるティラーソン米国務長官の電撃解任を受けて、会談は5月と目されたタイミングから6～7月に延期になるとも言われており、雲行きが怪しくなっていることには注意したい。なお、後任はポンペオ元CIA長官であり、対北朝鮮政策についてはもっぱら強硬派との評判が支配的である。

～安直過ぎた円安予想～

筆者の基本認識をレポートや講演会・勉強会などで披露した際、最近、頻繁に聞かれるのは「(円高リスクは良く分かったので)敢えて言えば円安リスクとしては何が挙げられるのか」という点である。客観的に考えるように努めても、正直、筆者には考えつかない。もちろん、本邦機関投資家による積極的な外債投資(⑤のリスク)や外債購入・ヘリマネ政策など日銀新体制におけるラディカルな追加緩和(⑤のリスク)など、本邦側からドル/円相場を支援する材料が皆無というわけではない。しかし、リスクとしては想定しつつも可能性としては非常に低いものだろう。

仮に円安予想を作れと言われた時に、唯一すがるロジックは「FRBが正常化を続け米金利が上昇し、日米金利差拡大に応じて円売り・ドル買いが出るはず」というものだろう。事実、昨年末から今年初めにかけて多くの金融機関はこのロジックと共に円安見通しに傾倒していた。しかし、データが示すように、昨秋以降、年限の長短によらず日米金利差とドル/円相場の間に正の相関は認められず、むしろ逆相関であった。米イールドカーブが着々とフラット化する中で、本来着目すべきは日米金利差拡大という2国間金利差ではなく、米国内における長短金利差だった。カーブのフラット化それ自体は実体経済の減速を示唆していると読むのが教科書通りであり、事実、2月以降は株式市場が金利上昇を嫌気するようになった。そしてリスクオフの中、円高が進んだのである。2国間金利差の拡大に依存した円安予想の欠点は米金利上昇のデメリットに全く配慮しなかったことであり、「金利差拡大に基づいて120円や125円に上昇」といった安直な円安予想がここにきて大幅な下方修正を迫られているのは当然としか言いようがない。年初から大きくファンダメンタルズが変わったわけではないだろう。トランプ大統領の保護主義志向も実質実効為替相場(REER)に照らした円の割安感も1年前から分かっていたことであり、それらは明らかにドル/円相場の調整を示唆していた。トランプ大統領の過激な言動を踏まえ、より深めの円高水準を見通す必要性が増しているという論点はあり得ても、見通しの方向感自体を大きく反転させるような論点など年初来で生じてはいない。来るべきものが来た、というのが2～3月のドル/円相場の値動きと筆者は理解している。

以上のような論点を踏まえる限り、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、円高リスクがますます高まっているというのが筆者の基本認識である。

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3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?～関係筋発言を受けて～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か?～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか?
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
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～
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(本当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～
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世界経済見通し修正を受けて～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度目のカシュカリ・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