

みずほマーケット・トピック (2018 年 5 月 2 日)

メインシナリオへのリスク点検 ~ 通商政策リスクは顕在 ~

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。前月からの大きな変更点としては南北首脳会談に伴う地政学リスクの退潮が挙げられよう。一方、トランプ政権の通貨・通商政策については、依然、現状では 2018 年最大のテーマという位置付けにある。「トランプ政権にとって数あるディールの1つに過ぎず、ブラフである」という声は多い。だが、現に IMF も ECB も(明示してはいないが)日銀もこれをリスクシナリオに入れているのだから「ブラフなので気にしないで OK」という割り切りは不誠実に過ぎる。新設される日米二国間交渉の行方は注目したい。金利差拡大と円安の順相関を支持する向きが勢いを得ているが、現状の米金利上昇の実情がクラウディングアウトだとすれば賛同できない。本欄の為替見通しは「中銀が引き締めを続けているのに景気が減速しないことなど有り得るのか」という極めてシンプルな論点に基づいている。

～地政学リスクは後退、通商政策リスクは顕在～

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(表)に関し、大きく変わった点は地政学リスクであろう。過去 1 か月間(というよりも 4 月下旬だけで)北朝鮮が核実験の中止を宣言し、

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	・政策金利/中立金利の大幅な上昇、	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	・イタリア政局不安 ・Brexit交渉を巡る対立激化	円高ドル安

(資料)筆者作成

韓国との首脳会談では共同宣言が採択され、朝鮮半島の非核化と年内終戦決着という大仰な結論まで打ち出された。円高リスクの 1 つであった地政学リスク、とりわけ北朝鮮情勢の緊迫化はここにきて消失したと考えて差し支えあるまい。もちろん、これまでの北朝鮮の挙動を踏まえれば、難癖をつけてどこかで約束を反故にしてくる可能性は十分考えられ、懸念が根絶されたとは言えない。しかし、今後 1 年の為替見通しを作る上では無為にそれをクローズアップする必要性は低下しただろう。ゆえに今月の本欄からこれを削っている。

そのほかの論点は大きく変わらないが、各々でそれなりの動きはあった。例えば、本欄で長らく不安視している①については、間違いなく現状では 2018 年最大のテーマという位置付けにある。もちろん、「トランプ政権にとって数あるディールの1つに過ぎず、ブラフである」という声は多い。だが、現に IMF も ECB も(明示してはいないが)日銀もこれをリスクシナリオに入れているのだから「ブラフなので気にしないで OK」という割り切りは不誠実に過ぎるとするのが筆者の考えである。鉄鋼・アルミの追加関税は実施されており、韓国はこれを除外する代償として不利な FTA 見直し交渉を

迫られている。カナダやメキシコの除外措置も NAFTA 再交渉という別の舞台が用意されているため、そのカードとして引き継がれているだけだ。事態をどこまで深刻化させるつもりかは定かではないが、実害は出ているのだから「ブラフである」という楽観的割り切りは適切ではない。

4 月に持たれた日米首脳会談の結果、日本と米国は「日米経済対話」に連なる新プラットフォームを持つことになってしまった。ここで 2 国間貿易交渉を話し合うと言っている以上、円高リスクとして意識せざるを得まい。事なきを得ればそれに越したことは無いが、それは円高リスクが消えるというだけの話であり、円安をもたらすような材料ではない。ダウンサイドリスクとしてのトランプ政権の経済政策は健在と考えておきたい。

～重く見たいオーバーキルのリスク～

また、トランプ政権の経済政策については通商政策以外に財政政策の影響も引き続き攪乱要因として意識する声がある。拡張財政が景気を過熱させるので米経済は金利上昇を乗り越えるはずだという声もあるようだが、筆者は同意できない。本欄では繰り返し述べている点だが、国内物価上昇を伴わない金利上昇は「悪い金利上昇」である。現状の金利上昇がクラウドイングアウトの懸念をまとっているとも言われている以上、拡張財政と共に起きる金利上昇は米景気減速の遠因となる円高リスクとして処理すべきではないか。米 10 年金利が 3% の大台を突破し、相応の時間が維持されていることで株や為替相場がこれに非感応的になっているという面は確かにある。しかし、それは「3% が米経済にとって適切である」ということと同義では全くない。金融市場の時間軸と実体経済のそれは全く違うものであり、そもそも金融政策の効果は 1 年程度のラグをもって現れると言われている。金利が上がり続けているのに実体経済が加速し続けることは基本的に有り得ない。仮に現下の金利上昇がクラウドイングアウトの気配を帯びているものとした場合、拡張財政が重ねられることで景気はオーバーキルされるリスクが高まるというのが理論的な理解ではないのだろうか。それが円高リスクとなる公算はやはり大きいように思われる。

～Abexit のリスクは継続～

引き続き、9 月に自民党総裁選を控える中、本邦政治情勢の不安定化は気がかりである(⑤のリスク)。財務省における公的文書書き換え問題に関しては、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。3 月以降に強まったこの動きは 4 月に入ってから不変であり、安倍首相の総裁 3 選に不透明感が強まったとの見方はむしろ多くなっているようにも感じられる。もちろん、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、政権交代という話には至らない。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。安倍首相退陣はこれと逆の流れを焚き付ける恐れがある。

前月の本欄でも紹介したが、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。また、4 月に入ってから、総裁選出馬に意欲を見せる野田総務相が「無節操に異次元を続けることで起きる副作用について、しっかり受け止めていかなければならない」などと述べ、2% 物価目標の撤回を訴えている。厄介なことに、誰が首相になろうと

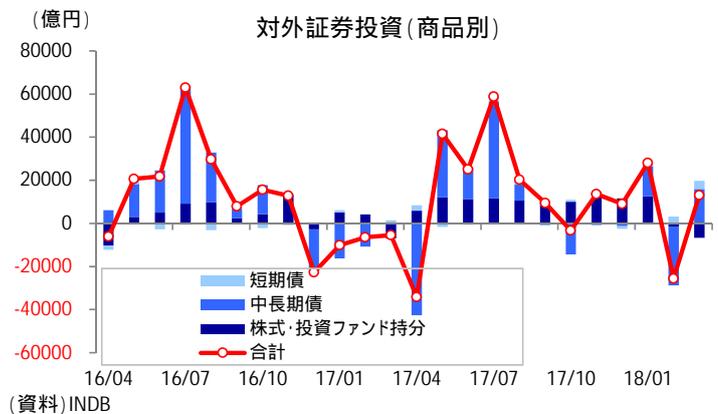
も、現時点で日銀に出来ることはもはや残されておらず金融システムへの負荷を考えれば政策正常化が視野に入って然るべき局面なのだが、仮に首相交代とイールドカーブコントロール(YCC)という枠組みの変更が重なった場合は「アベノミクスの終焉(巷では「アベグジット(Abexit)」などと呼ばれる)」が取り沙汰されかねないだろう。

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・日本株買いではあるまい。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。

ちなみに、日銀の政策が正常化方向へ向かい、これが円高を惹起するリスクは依然として残っている(⑥-1のリスク)。4月の展望レポートで2019年年度の経済に係るリスクバランスが下方修正されたことでかなりその可能性は低くなったように思われるが、物価動向と政策運営のリンクを薄くしたからこそ正常化がしやすくなったという声もあることは気にかけていたい。そのほかの円高リスクとしては欧州政治(⑦)のリスクも一応、視野に入れておく必要がある。イタリア総選挙を経たハングパーラメント状態は続いており、連立協議が依然まとまっていない。6月再選挙の可能性も浮上しており、リスクオフムード(≒円高)の起点となる恐れはある。そのほかの欧州関連懸念としては、英国のEU離脱(ブレグジット)を巡る混乱を対象としたものになるだろう。

～対外証券投資円安という円高抑止リスク～

では円安リスクはないのか。客観的にそのようなリスクは乏しいと筆者は考えるが、敢えて言えば本邦機関投資家による積極的な外債投資(⑤のリスク)、もしくは外債購入・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(⑥-2のリスク)などは言及しておく価値はあるだろう。特に⑤に関しては、3月にドル/円相場が105円を割り込んだ際、思ったほどドル/円相場が値持ちしたのは本邦



からの対外証券投資が増えていたからだという声はある。事実、2018年に入ってからの対外証券投資は買い越しが続いているため(図)、こうした指摘は一理あるかもしれない。また、4月に入ってから公表されている大手生命保険会社の新年度運用計画を見てもオープン外債に対する意欲の強さは見て取れる(とはいえ、こうした傾向は最近毎年見られているが)。このような動きはドル/円相場の新高値を可能にする円安リスクというよりも本欄の想定するような円高を抑止するという意味で円高抑止リスクという色合いが強いが、大別すれば円安リスクに属するものである。

上述してきたように、現時点ではドル/円相場の急騰をもたらすと思われていたトランプ政権の拡張財政や米金利上昇はむしろ実体経済への足枷となるのではないかとの思惑も出ており、実際に株価が動揺する場面も見え隠れしている。筆者の基本認識は煎じ詰めれば「中央銀行が引き締めを続けているのに景気が減速しないことなど有り得るのか」という極めてシンプルな論点に基づいて

おり、来るべき米景気減速を前提に為替予想を立てているに過ぎない。少なくとも米国債市場におけるイールドカーブのフラット化はそういったシンプルな論点に沿ったものだろう。目先の雰囲気に関わらずに、リスク要因を切り分けた上で見通しを立てていきたい。

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。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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クワデリング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
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～
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値急騰」～
	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～
	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～米減税はドル買いにとならず～
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	テーパリングが改めて示唆するベア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