

みずほマーケット・トピック(2018年6月27日)

メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～

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う。5月に「停戦」の様相を呈していた米中貿易摩擦に象徴される保護主義の先鋭化は6月の米朝首脳会談前後から再燃している。また、中国に限らずEUとの間でも対立が鮮明化しており、この点のリスクは春先から改善どころか、むしろ悪化しているという印象。この流れの中で日本だけ「お目こぼし」を受けるという想定はやはり楽観的過ぎると考えたい。また、来年には実質ベースで見たFF金利のプラス圏復帰も視野に入っており、FRBの政策運営が「正常化」を超えて文字通り「引き締め」となる。この点、オーバーキルのリスクは懸念したい。なお、内閣支持率の回復に伴い「アベグジット(Abexit)」のリスクは後退しているが、欧州における政治リスクはむしろ高まった。筆者の基本認識は引き続き「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予想を立てている。

～6月、再び先鋭化した保護主義～

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ない。米政治に係るリスクはの経済政策の中に統合した分、リスク要因としては1つ減った格好だが、円

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	先鋭化する保護主義、日米貿易摩擦への発展	円高ドル安
		FRBの過剰な引き締め継続	完全なる「引き締め」局面への突入	円高ドル安
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? クロスボーダーM&Aの継続的な増加	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	イタリアと欧州委員会の対立激化 Brexit交渉を巡る対立激化	円高ドル安

(資料)筆者作成

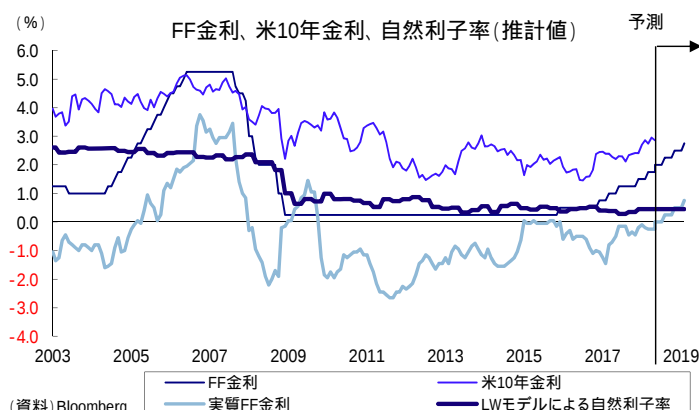
高リスクが後退したという判断ではない。むしろ、5月に「停戦」の様相を呈していた¹米中貿易摩擦に象徴される保護主義は6月の米朝首脳会談前後から再燃しており、繰り返し市場心理を下押ししている。また、中国に限らずEUとの間でも対立が鮮明化しており、トランプ米政権の保護主義姿勢が市場心理の重石となる状況は春先から変わっていないどころか、むしろ悪化しているとさえ言える。この流れの中で日本だけ「お目こぼし」を受けるという想定はやはり楽観的過ぎるのではないだろうか。二国間交渉を仕掛けられる中で円高が進むリスクとしてやはりを外すわけにはいかない。

ちなみに、6月25日には、EUによる報復関税を受けて、米自動二輪車大手企業が一部生産を米国から引き揚げ、国外へ移転する計画を立てていることが話題になった。既に実体経済は貿易戦争を見越して動き始めているのである。「貿易戦争はディール(交渉)の材料」という見立ては恐

¹ 5月19～20日にワシントンで開催された米中通商協議においてムニューシン米財務長官は「われわれは貿易戦争を保留する」という停戦宣言を口にした経緯がある。

らく正しいものと思われるが、事態が深刻化する前に実体経済や金融市場は動き出すことには留意しておきたい。金融市場、特に為替市場などはその最たるものである。

また、は文字通り、オーバーキルへの懸念であり、この点は過去の本欄²でも繰り返し議論しているものである。年内に確実視される残り2回の利上げを経てFF金利は「2.25～2.50%」へ到達する。ウィリアムズ NY 連銀総裁などが主導した実証研究によれば中立金利は約 2.50%と見られており、これ以上の利上げは正常化を超えて文字通り「引き締め」となる恐れも見え始めている(図)。2019 年以降、



実質ベースで見た政策金利がプラス圏に入り、実体経済への影響が現実的に懸念される局面となるが、それでも淡々と利上げをするのだろうか。政策効果の発現にラグがあることを踏まえれば、やはりオーバーキルを懸念せざるを得ないというのが本欄の基本認識である。2018 年の 4 回利上げに続いて 2019 年も同様の回数の利上げに踏み切るようなことがあれば、のリスクは現実化する。

～アベグジットリスクは後退も欧州政治に不安～

そのほか本邦の政治情勢も引き続き円高リスクの 1 つと考えられる。内閣支持率は一時期の低迷から脱却した感があり、9月の自民党総裁選における安倍首相の3選も「間違いない(6月26日、二階俊博自民党幹事長)」という声まで出始めている。この点、のリスクは春先から見れば後退しており、海外投資家を中心として「アベグジット(Abexit)」がテーマとなり、円買い・日本株売りが雪崩をうって起きるようなリスクは今のところ、杞憂となりそうな雰囲気強い。本テーマに関しては、実際に安倍首相が出馬を表明し、これに続いて他候補も表明し始めることで本格的に市場でも注目されることになりそうである。この点、6月17日、読売テレビの番組出演中、安倍首相は出馬表明の時期に関し「東京近辺でセミの声がうるさいと感じられる状況になった頃」と述べており、もっぱら国会閉会後の7月中旬以降という観測が強まっている。

また、日銀の金融政策運営が正常化に傾斜する -1 のリスクも依然として根強い。国債買いオペの段階的な減額が引き続き行われ、現行の金利環境下での金融機関経営に限界も囁かれる中、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実施されるとの観測は根強い。実際のところ、欧米中銀が正常化プロセスに動いている現状でしか出来ない決断でもあり、その予想に合理性はある。しかし一方ではFRBの利上げが中立金利(いわゆる終点)に接近していると言われる状況下で、引き締め方向の政策調整に踏み切るには勇気も要するだろう。円相場も決して円安に傾斜しているわけではない中、引き締め方向への政策調整が可能なのだろうか。少なくともそのような決断をするのであれば早に越したことは無く、7月会合などはその候補になり得るので、念の為、注意は必要である。本欄のメインシナリオとしては考慮していないものの、実現した場合はやはり円高リスクの 1 つと考えるべきではないか。なお、その場合は消費者物価指数

² 本欄 2018 年 6 月 19 日『改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～』をご参照下さい。

(CPI)の伸び悩みに関し、説得的な理由付けが必要になることは言うまでもない。

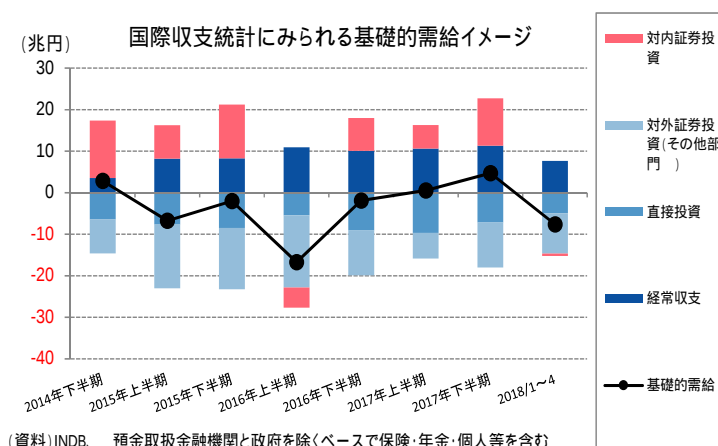
そのほかの円高リスクとしては欧州政治にまつわる のリスクは払拭されていない。イタリア政局の混乱は一旦収束した格好だが、新たに誕生したポピュリスト政権は10月の来年度予算審議において拡張財政路線を追求し、欧州委員会と全面衝突する公算が大きい。経済政策以外でも両者の溝は大きく、最悪の展開として政権側が「ならば国民に意思を問う」という挙動に出ないかどうかという不安は残る。困難な意思決定を外部化する行為はギリシャや英国で見られ市場混乱を招いてきたのは周知の通りである。そのほか英国のEU離脱(ブレグジット)を巡る交渉についても、いよいよ両者の通商関係を協議する局面に入るが、果たして「合意なしの離脱(クリフエッジ)」を回避できるのかは依然、不透明さも残るのが実情である(詳しくは昨日の本欄³を参照にされたい)。

～円安リスクとしての基礎的需給環境～

一方、円安リスクは何もないのか。前月の本欄でも言及したが、円の基礎的需給環境(図)はこれまでのところ円高をあまり支持していないという論点はある。例えば本邦の機関投資家や企業による積極的な対外リスクテイク(要するに円売り)は円安リスクとして外せないものだ(のリスク)。3月のドル/円相場が105円を割り込んだ後、思ったほど下抜けしなかっ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指摘もある。確かに、2018年に入ってから対外証券投資は買い越しが続いており、こうした指摘は的外れではないのだろう。なお、4月に公表された大手生命保険会社の新年度運用計画を見る限り、やはりオープン外債に対する意欲の強さは見て取れる。

また、過去の本欄でも詳しく議論したが、本邦企業によるクロスボーダーM&Aに伴う円の売り切りが5月の相場持ち直しに寄与していた面も無視できない。こうしたフローも広義には「日本人の円売り」であることは間違いなく、やはり円の基礎的需給環境を円売りに傾斜させる要因となった。過去20年弱における対外直接投資の基調的な増加によって、今や日本の対外純資産における最大項目は証券投資ではなく直接投資となっているのが実情である⁴。それだけ日本企業から「腰の入った円売り」が発生し、しかも海外に蓄積しているということだが、証券投資に比べて直接投資の方が恐らくは不可逆性が高そうなことを思えば、少しずつではあるが「円高になりにくい体質」になっている可能性はあるだろう。本欄で想定する100円割れの円高を阻止する1つのリスクとして のリスクは無視できないものがある。そのほか外債購入・ヘリマネ政策など日銀によるラディカルな追加緩和(-2 のリスク)を想定しておく価値はあるだろうが、これはよほど円高が進んだ後に取られる決断だろう。その実現可能性を今心配するものではない。

毎月の本欄でも述べるように、筆者の基本認識は「中央銀行が引き締めを続けているのに景気



³ 本欄 2018 年 6 月 26 日号『またも生き残ったメイ英首相～EU 離脱法案の成立～』をご参照下さい。

⁴ 本欄 2018 年 5 月 30 日号『17 年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～』をご参照下さい。

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。年内にも FF 金利が中立水準に到達し、来年には実質ベースでプラス圏に足を踏み入れようとしている中でこうした前提はますます意味を持ってくるのではないだろうか。フラット化の度を強める米イールドカーブの現状はその証左でもあろう。米経済の失速に伴い FRB のタカ派姿勢が和らぎ、米金利が反落、ドル相場についても必然的に全面安へ振れ、その傍らで円も騰勢を強めやすいというのが引き続き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、确实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6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
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～
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～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
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	クラウディング・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」から何を讀み取るか？
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～