

みずほマーケット・トピック (2018年7月30日)

メインシナリオへのリスク点検 ~いよいよ「伝家の宝刀」? ~

本欄のメインシナリオに対するリスク点検を行う。これまで列挙してきたリスク要因に大きな変更点はないが、米国の通貨・通商政策に係るリスクが増大化しつつあり、もはや「リスクシナリオ」から「メインシナリオ」への格上げを検討する段階に入っているという見方もあり得る。特にトランプ大統領がにわかに金融政策やこれに伴う米金利やドル相場に言及するようになったことは気掛かりである。そもそも「保護主義」と「通貨安」の親和性は高く、大統領が米金利上昇やこれに伴うドル高を快く思うはずはなかった。本当にトランプ政権が基軸通貨国としての「伝家の宝刀（通貨安誘導）」を抜いてきたのだとすれば、為替市場にとっては一大事である。なお、大統領の口先介入によって「利上げできるかどうか微妙」という情勢に直面した場合、FRBが意地になって利上げに踏み切ってくる可能性すら出てきたのではないかと推測する。放って置けば年内にも中立金利に到達するという声も少なくなかったことを考えると、余計なことを言ってしまった感がある。

~「+4.1%」でも失望という危うさ~

先週末の為替相場の動きは先行きに不安を抱かせるものであった。注目された米4~6月期実質GDPは前期比年率+4.1%と4年ぶりの伸び幅となったが、市場予想の中心(同+4.2%)を若干下回ったとの受け止めからドルを手放す動きが優勢となった。こうした動きの中でドル/円相場も一時110.80円まで下落している。米予算局(CBO)が今後5年(2018~22年)にわたって見込んでいる潜在成長率は+2.0%前後であり、現在実現している成長率はその倍速というイメージである。にもかかわらず、市場期待を超えられていないという理由でドルが評価されない地合いには危うさを禁じ得ない。FRBの政策運営が明確に「引き締め」局面に入中、このペースでの成長が持続すると考えるのは無理筋であり、市場期待が過剰な楽観に傾斜しているのではないかと推測する。

~不安視されるトランプ政権の「伝家の宝刀」~

ところで、月末ゆえ、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。これまで列挙してきたリスク要因(表)に大きく変わった点はないものの、 に係るリスクがますます増大化しつつあり、もはや

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	日米貿易摩擦への発展、ドル安誘導も?	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収	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

「リスクシナリオ」から「メインシナリオ」への格上げを検討する段階に入っているという見方も出来るかもしれない。だが、現時点でトランプ政権から公表されている各種貿易措置に関し、7月6日の

対中 340 億ドル課税を除けば実際に執行されたものは多くないため、貿易「戦争」の本格化がドル全面安に至り、1 ドル 90 円割れという事態にまで至るという想定はまだリスクシナリオの中にとどめておくべきというのが筆者の認識である。7 月には対中追加関税 2000 億ドル分の対象リストが公表されたものの、ここから議会ヒアリングやパブリックオピニオンを踏まえて結論を出すのは早くとも 9 月とされ、この発動が控えられるのであれば「戦争」という事態にまでは至るまい。その意味で依然としてこの論点はリスクシナリオに属するものだと考えている。

とはいえ、不穏な動きもある。7 月下旬に入りトランプ大統領はにわかに FRB の金融政策やこれに伴う米金利やドル相場に言及するようになった。具体的にはドル高によって「米国が不利になっている」と明言し、その上でパウエル議長率いる FRB の利上げに対し「必ずしも賛同しない」という率直な思いを吐露している。これまでのトランプ大統領の言動を踏まえればさほど意外感はないが、もはや中央銀行の独立性など忘却の彼方といった様相である。そのほかにも FRB 批判とも取れる発言を立て続けに口にしており、何か思うところがあるのではないかと強く思わせるものがある。

本欄ではトランプ政権発足当初から議論してきた論点だが、そもそも「保護主義」と「通貨安」の親和性は非常に高いものであり、大統領が米金利上昇やこれに伴うドル高を快く思うはずはなかった。これまで敢えて触れてこなかったのは「大人の対応」を心掛けているのかと思っていたが、単に自身のスキャンダルや北朝鮮問題を筆頭として他の事案で忙しかっただけなのかもしれない。現段階で確たることは言えないが、これまでのトランプ大統領の失言のフォロー役に回ることが多く、比較的反リベラル志向の強いと見られていたムニューシン米財務長官までもが大統領の発言と期を同じくして「(中国を指して)通貨安が不公平な利益をもたらすことは疑う余地が無い」などとドル高是正(ドル安誘導)ムードに一役買うような発言を続けていることは気がかりである。貿易戦争の宿敵である中国が露骨な通貨安誘導に打って出ている(ように見える)事態を受けて、遂に基軸通貨国としての特権を行使する決心をした可能性もある。

本当にトランプ政権が基軸通貨国としての「伝家の宝刀(通貨安誘導)」を抜いてきたのだとすれば、為替市場にとっては一大事である。特に予想の難しい為替の世界で「米国の通貨政策の方向感絶対である」というのは唯一無二の鉄則であり、米国が「ドル安にしたい」と本気で動けば恐らくはそうなる。これは予想というよりも摂理に近いというのが筆者の基本認識である。それが分かっているからこそ歴代大統領はもちろん財務長官もそれとなく相場誘導することはあっても、はっきりとドル高について「米国にとって不利」などと明言することは稀だった(全くなかったとは言わないが)。大統領を筆頭とする政権閣僚が類似の言動を繰り返すのだとすれば、為替市場は FRB のハト派化を織り込み、ひたすらドル全面安の展開が定着するだろう。元より米財務省より割安通貨のレッテルを貼られている円の調整幅は相応に大きなものになる可能性が高い。

本稿執筆時点では依然詳細不明だが、かかるムードの中で迎える新たな日米貿易協議(通称 FFR: 自由(Free)で公正(Fair)かつ互恵的(Reciprocal)な貿易取引のための協議)はどう考えても厳しいものになるだろう。トランプ大統領の口から円に対するはっきりとした苦情は未だ聞こえてこないが、交渉が行き詰まる中で為替に訴えかけてくる可能性はやはり否めない。最大の懸念と言える。

～大統領発言で FRB が意地になる可能性～

というわけで のリスクが最も警戒されるのは間違いないが、トランプ大統領が FRB の正常化ブ

ロセスに横やりを入れ始めたことで、の(オーバーキルの)リスクも高まったという不安もある。直感的な話だが、トランプ大統領が本当に利上げ停止とドル安を願うのであれば「余計なこと」を言ってしまったのではないか。一連の大統領の言動に対してFRB高官からは利上げ路線に何ら影響を与えることは無いとの情報発信が見られている。これは当然の話であり、本音はどうあれ建前は必ずそう言うしかないだろう。元より市場では「年内 2 回(9・12 月)の利上げ」が既定路線であっただけに、よほど想定外の事件でもない限り、ここからの軌道修正は政治的圧力に屈したという思惑に繋がりがねない。その思惑は将来の政策予想にも及ぶから、自己実現的にドル安や金利低下を招きかねない。筆者ですらそこまで読めるのだからFRB高官の胸中も同様のはずである。

むしろ、今回の大統領の口先介入によって「利上げできるかどうか微妙」という情勢に直面した場合、FRB が意地になって利上げに踏み切ってくる可能性すら出てきたのではないか。放って置けばあと 2 回の利上げ(FF 金利が 2.50%)で「利上げの終点」である中立金利に到達するという声も少なくなかったことを考えると、やはり余計なことを言ってしまったという印象が抱かれる。元々存在したオーバーキル懸念がトランプ発言によって補強されてしまったように思われる。

～日銀正常化リスクは健在も～

そのほかのリスク要因は前月から大きく変わってはいない。本邦の政治情勢は依然として円高リスクを孕むが、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いると考えられる。海外投資家を中心として「アベグジット(Abexit)」がテーマ視され、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思われる。本テーマ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るだろう。

また、本邦絡みでは日銀の政策運営が正常化に傾斜する -1 のリスクも依然排除できない。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。7 月下旬には YCC の柔軟化を巡る観測報道が相次ぎ、本日から明日にかけての日銀金融政策決定会合の先行きに注目が集まっている。これまで「0.11%」で行われていた指値オペの発動水準が「0.10%」へ引き下げられた背景には今後、金利変動を(上下双方向へ)柔軟化したいという目論見があるとの声は多い。

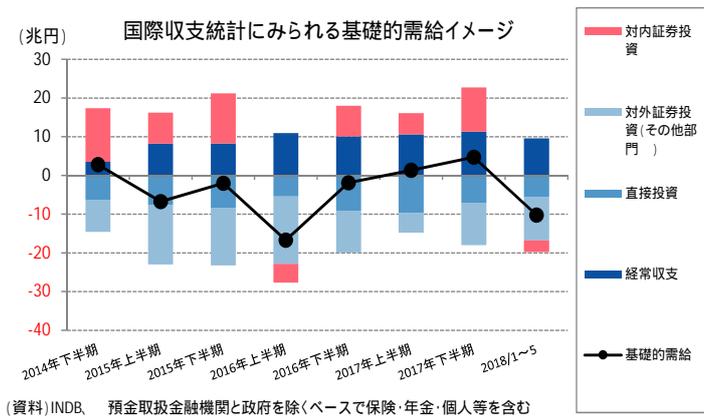
実際、欧米中銀が正常化プロセスに動んでいる現状でしか出来ない決断でもあり、7 月会合に限らず、今後も世界経済の安定が続く限りにおいては日銀の政策運営は正常化に向かいやすいだろう。また、過度な緩和環境が金融システムの強度を毀損しているという論陣にも十分な説得力があるため、やはり -1 のリスクは排除できるものではあるまい。とはいえ、上述したように、トランプ大統領が米金利やドルの上昇に関心を持ち始めている中でただでさえ円相場は騰勢を強めやすい環境にあることを踏まえれば、その決断は決して可能性が高いものではないだろう。

そのほかの円高リスクとしては欧州政治にまつわる のリスクも健在である。イタリア政局の混乱は一旦収束しているが、同国国債の利回りは高止まりしており市場参加者の懸念は解けていないことが分かる。6 月に誕生したポピュリスト政権が 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。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。経済政策以外でも両者の溝は大きく、同じく10月には移民・難民の処遇問題を巡ってEU首脳会議がイタリアのスタンス次第で大荒れになる可能性を秘めている。それ以外では英国のEU離脱(ブレグジット)を巡る交渉も政局が慢性的に流動化している中で果たして今秋とされる実質的な交渉期限までに新たな通商関係も含めた合意に漕ぎ着けることが出来るのか雲行きが怪しい。「合意なしの離脱(クリフ・エッジ)」を回避できるのかは依然否定できず、ブレグジット発のリスクオフムードが円高に直結する可能性は気がかりである。

～円安リスクの整理:引き続き需給は円売り～

一方、円安リスクについては大きな変化はない。前月も挙げたように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。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年に入ってからの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。また、本欄では繰り返し議論している点だが、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リスクオフムードでも下がらないドル/円の秘密なのではないかという声は徐々に多くなっている。検証する方法があるわけではないが、日本企業から「腰の入った円売り」が発生し、それが対外純資産として海外に蓄積しているのであれば、「円高になりにくい体質」になっている可能性はやはり感じられる¹。本欄で想定する100円割れの円高を阻止する1つのリスクとしては無視できないである。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を取られる決断であり、今心配するものではない。また、トランプ大統領がドル安に不満を漏らし始めている中で日銀の追加緩和は政治的に採り得る選択肢とは言えない。近い将来に開催されるFFRへの影響を考えれば、日銀は軽々に動けないと考えるべきだろう。

以上に見るように、今後1年間の為替相場を見通す上での最大のリスクは何を置いてもトランプ政権の通貨・通商政策である。これまで他国の通貨・通商政策に向いていた矛先は遂に自国の中央銀行の金融政策にまで向けられており、積極的に金利高やドル高を是正して行こうという意思も見え隠れし始めている。どこまで本気かは分かりかねるが、米国大統領が本気で通貨価値の押し下げを企図すれば恐らくそれは叶うだけに、これまでとは次元の違う円高リスクと考えるべきだろう。トランプ大統領が関心を示し始めるのと機を同じくして、年内にもFF金利が中立水準(利上げの終点)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という間の悪さは看過

¹ 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。

できるものではないと考えたい。政治的にも、実体的にも、FRB の正常化プロセスは終点が近いと評価するのがフェアであろう。執拗に述べている点だが、フラット化の度を強める米イーールドカーブの現状はそうした将来を暗示するものである。

今後は従前の引き締めが累積的に効いてくる中で米経済が失速に至り、(大統領の横やりもあって)FRBのタカ派姿勢が後退する可能性が高いと予想される。その結果、米金利は下落に転じ、ドル相場も全面安に至るだろう。その一環として円も騰勢を強めるというのが過去1年間、本欄で述べ続けてきたメインシナリオである。米経済の堅調さが想定以上に継続しているためシナリオの実現が遅延しているが(主に自然失業率の水準を読み間違えたことに由来しているが、これはFRBとて読み間違えたポイントでもある)、予想すべき方向感としては引き続き適切だと筆者は考えている。

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、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7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
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～
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5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～「APPI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」と総合的なドル安予想 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読むべきか？
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世界経済見直しを受けて～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	クラウドファンディング・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迎えて～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