

みずほマーケット・トピック(2018年8月28日)

メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～

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に大きな変更点はないが、敢えて言えば欧州関連懸念は増したと言える。EU・英政府ともに「合意なき離脱(a no deal scenario)」の可能性を公式に認め始めており、そうなれば双方の政府、企業、市民へ多大なる影響が及ぶことになる。もはやクリフエッジ(崖っぷち)リスクはテールリスクではないと考えるべきかもしれない。なお、ブレグジット交渉が実質的な期限を迎える10月にはイタリアがごね始めている移民受け入れ問題についても落としどころを見つける必要がある。同時期には拡大資産購入プログラム(APP)の縮小が始まることも忘れるべきではない。今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性も。そのほかでは米通貨・通商政策が想定外の市場変動をもたらすリスクも変わらず。この一環としてトランプ大統領がFRBの金融政策に関心を持ち始めていることはやはり無視できない。「大統領 vs. FRB」の構図に対し市場は米金利低下・ドル安で反応しており、今後、この動きが大掛かりなものになっていく可能性を警戒したいところ。

～欧州政治リスクが高まる～

いつも通り、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)に大きな変更点はないが、敢えて言えば⑥の欧州関連懸念は増したと言わざるを得ない。8月23日、英国政府はEU離脱(ブレグジット)を巡り、国民や企業に対して「合意なき離脱(a no deal scenario)」に備えるための文書の公表を開始した。ちなみにそ

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

の約1か月前となる7月19日には欧州委員会が政策文書の中で「秩序ある離脱に向けた合意が形成される保証はない」と明言しており、2019年3月30日をもって英国はEUにとって「第三国」となり、EU・英国双方の政府、企業、市民へ影響が及ぶと警鐘を鳴らしている。端的に言えば、EU・英国の全ステークホルダーに「覚悟せよ」という公的文書であり、もはやクリフエッジ(崖っぷち)リスクはテールリスクとは言えない状況になりつつある。しかも、タイミングの悪いことに実質的な交渉期限と目される10月18日のEU首脳会議を巡ってはイタリアが「他国による難民受け入れが叶わないのであればEU拠出金を払わない」とごね始めている件についても決着する必要がある。ちなみに10月から拡大資産購入プログラム(APP)の縮小が始まることも周知の通りである。そもそも減速感の強まりが指摘されているユーロ圏経済がこうした不測の事態に見舞われた場合、どうなっ

まうのか。今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性がある。

そのほかでは①に係るリスクも全く払拭されていない。8月23日、米中政府の代表団は2日間にわたって2か月ぶりとなる通商協議を終えたものの、やはり次官級協議では事態の打開に至らなかった。同日には通商301条に従い7月6日の340億ドルに続き160億ドルの対中輸入に対しても25%の追加関税を発動しており、実態として米保護主義の進展はとどまる様子が無い。トランプ大統領の言動通りに事が進むようであれば今後は計4000億ドルが2段階にわけて執行されることになり、対中輸入のほぼ全額に追加関税がかかることも視野に入る。輸入車関税(最大25%)の行方は近い将来に実現する可能性が見えていないものの、やはり米通貨・通商政策が想定外の市場変動をもたらすリスクは、見通し作成上、見逃せないものである。

～「大統領 vs. FRB」の構図は変わらず～

さらに①のリスクに絡めて言えば、7月下旬以降、トランプ大統領がFRBの金融政策に関心を持ち始めていることも気になる。8月20日にもパウエル体制下での利上げ路線に対し「気に入らない」と述べたことで、米金利が低下し、ドルが売られた。この文脈の中で中国やEUが通貨を操作しているとの非難も相変わらず展開している。こうした発言の直前となる8月16日にはツイッター上で「資金がわれわれにとって重要な『ドル』に流入しつつある。これまであまり見られなかったことだ」などとドル高を評価するような投稿を行っており、そもそも「金利(利上げ)」と「為替(ドル高)」の因果関係を理解していないのではないかと疑わせるようなところがあるが、「FRBの利上げに賛同できない」という一点は確実な思いと言えそうである。

こうした堂々たる中銀への口先介入が表立って市場の流れを変える雰囲気にはまだなっていない。しかし、政治介入に絡めて懸念されるべき論点は「制御不能なインフレ高進」のはずであり、大統領の言動に合わせて米金利が低下し、ドルが売られているのは本来的な反応とは逆である。この理由は単純であり、要するに市場はインフレ懸念など持っていないということだろう。本当にこれから物価が上がってくるとの懸念があり、ビハインドザカーブを恐れている市場参加者が多数ならば、大統領の口先介入を受けて正常化プロセスの進捗が阻害され、インフレが加速、通貨価値も毀損されるとの読みに繋がるはずである。そうなっていないのは今のFRBの正常化プロセスが糊代稼ぎでしかないと考えているからだろう。

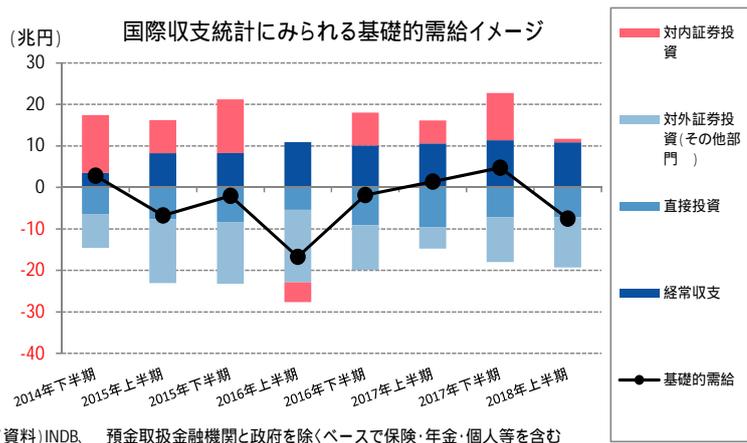
むしろ、こうした大統領発言に絡めて心配すべき事態は大統領が政治的な横やりを入れることでFRBが頑なになり、利上げを継続させるリスク(究極的には②のオーバーキルのリスク)である。特に利上げ判断を迷う微妙な情勢ではこのようなリスクが表出しやすいと考えたい。恐らくトランプ大統領が利上げに対する見解を変える可能性は低い(その点は元々不動産デベロッパーであった同氏のバックグラウンドがそうさせるのかもしれない)。そもそも「保護主義」と「通貨安」の親和性は非常に高いのだから、米金利上昇やこれに伴うドル高は忌むべき対象である。今後、大統領が繰り返す正常化プロセスへの「苦情」に反発して利上げに邁進するようなことがあれば、思わぬオーバーキルを招き、結果的に米金利低下・ドル安が想定以上のペースで進むリスクもあろう。いずれにせよ「大統領 vs. FRB」の構図は7月以降に浮上している新しい論点と考えられる。

～日銀正常化リスクは継続～

本邦に関していえば、日銀の政策運営が正常化に傾斜する⑤-1 のリスクは 7 月会合の調整を経た今も依然排除できない。7 月会合ではオペ柔軟化により「緩和ではない方向」の修正が決定された。とはいえ、現行の金利環境における金融機関経営に限界も囁かれる中、引き続き YCC は修正含みと考えられる。リスクシナリオとしてのマイナス金利解除まで視野に入れるのであれば、それは明確に「利上げ」であり、強力な円高要因として作用しかねない。実際、欧米中銀が正常化プロセスに勤し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という考え方はある。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、わざわざ円高リスクの高い政策修正に踏み切るのは勇気がいるだろうが、「今しかできない」という思いが日銀を突き動かす可能性はある。なお、③のリスクに関しては 9 月 20 日に自民党総裁選挙が注目されるものの安倍首相の 3 選を疑う向きは殆どない。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もはや極めて低そうである。

～語るべきものが多くない円安リスク～

片や、円安リスクについてはあまり語るべきものが多くない。敢えて言えば、円の基礎的需給環境(図)は引き続き円高を支持していない。過去の本欄¹でも見たように、国際収支統計から試算される円の基礎的需給バランスに関し、18 年上半期の合計は約 ▲7 兆 5473 億円の円売り超過であった。半期ベースとしては 16 年下半期以来の円売り超過であり、紆余曲折を経ながらも堅調なドル/円相場と概ね平仄が合う。本欄の円高予想にとっては最も真つ当なリスク要因と考えられるが、米景気拡大のピークアウトが視野に入中、本邦機関投資家が対外証券投資の買い越しを加速させるというシナリオは現実感に乏しい。



また、日銀による長期金利誘導の目処柔軟化によって多少なりとも円債回帰が促されるとの声もあり、今後の対外証券投資の障害となる可能性もあるだろう。既に債券市場では日銀による二の矢、三の矢を予想する声もあり、円金利環境の低迷を理由にオープン外債の買い越しが当然視されていた過去 2 年とは国内投資環境がやや変わり始めているようにも思われる。既に米イールドカーブはフラット化が限界まで進んでおり、歴史的な教訓に倣えばここから重要な局面変化が生じて不思議ではない。本邦投資家も同様の認識を持つ向きが多いだろう。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④は無視できないが、さほど深刻なリスクとも思えない。

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(⑤-2 のリスク)を想定しておく価値はあろうが、これはよほど円高が進んだ末に取られる決断であり現時点で心配するもの

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(⑤-2 のリスク)を想定しておく価値はあろうが、これはよほど円高が進んだ末に取られる決断であり現時点で心配するもの

¹ 本欄 2018 年 8 月 8 日号『2018 年上半期の円相場の基礎的需給環境』をご参照下さい。

ではない。そもそもトランプ大統領が保護主義を先鋭化させ、米金利上昇(とこれに付随するドル高)を不快に思っていると考えられる中、日銀の追加緩和は政治的に採り得る選択肢とは言えまい。

～引き続き利上げの累積的な影響を注視～

以上に見るように、予測期間中における最大のリスクはトランプ政権の通貨・通商政策と考えられるが、目先では欧州の政治リスクも無視できない。とりわけ、これまでテールリスクに過ぎないと考えられていたブレグジット交渉に係るクリフエッジのリスクがにわかに現実味を帯び始めていることは金融市場にとって大きな話である。そのほかにもイタリア政局が波乱の萌芽となる雰囲気も強く、7月にIMFが警告したように、ユーロ圏を巡るリスクは「とりわけ深刻」と考えるべきではないか。

引き続き本欄では、FRBによる従前の引き締めが累積的に影響力を発揮してくる中で米経済が失速に至り、(大統領の横やりも手伝って)FRBのタカ派姿勢が後退する可能性が高いと予想している。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続く中でシナリオの実現は遅延しているが、さすがに4%を切った失業率の改善はもう限定的だろう。FRBでも正確に捕捉できなかった自然失業率を読み間違えたこと自体は不可抗力だったと整理し、予想すべき方向感(円高・ドル安)を修正する必要性は大きくないと考えたい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか?
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
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」?～
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～
2018年7月17日	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13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12日	週末版(「新興市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月10日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「パプルの芽」～
2018年7月9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	また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～
2018年6月19日	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15日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月14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13日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月12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11日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月8日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月7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6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5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4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1日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年5月30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経由南米行き?～)
2018年5月29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25日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月23日	週末版
2018年5月22日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月21日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
2018年5月18日	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17日	上からない米インフレ期待から何を讀むべきか?
2018年5月16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15日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月14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11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10日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月9日	週末版
2018年5月8日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月7日	海外企業買収と円相場について
2018年5月2日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月1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4月27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26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25日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月24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23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20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18日	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17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16日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月15日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月13日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月12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11日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月10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9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6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5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4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3日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月2日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISブレッド～新たな懸念～
2018年3月30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27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26日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月25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～