

みずほマーケット・トピック (2018 年 9 月 25 日)

メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～

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、本邦政治リスクは一旦削除。引き続き今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性があり、米中貿易戦争に関しては「報じられている割に影響は軽微」とも言っていない局面に入ってきた。欧州政治とトランプ政権の通貨・通商政策は不透明感を強める 2 大要因である。今後 1 年で最も意見が分かれる論点は FRB の政策運営がオーバーキルに至るかどうかというもの。現状ではイールドカーブのフラット化や逆イールド化に懸念が囁かれながらも、タームプレミアムがマイナスであることや実質短期金利が潜在成長率を依然として下回っていることなどを理由に「気にする必要はない」という声が多い。確かに「米国の地力（潜在成長率）にとって金利がまだ低い」という事実が先に立てば、カーブの形状は大して重要ではないかもしれない。とはいえ、(A) 現下のインフレ率上昇は原油価格上昇の影響も受けていること、(B) 新興国が耐えられるかどうかは全く別の問題であること、の 2 点は忘れるべきではない。

～欧州政治リスクは膨らむばかり～

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。敢えて言えば、自民党総裁選を経て安倍首相が無難に 3 選を決めたことで本邦政治リスクは取り立てて騒ぐ必要は当面なくなっただけとも言えるだろう。この点は前月から削除することにした。一方、前月より注目度が増

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	①	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
	②	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
	③	米景気拡大の予想外の持続	・利上げと成長の両立が継続。株高も持続。	円安ドル高
日 本	④	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
	⑤-1	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
	⑤-2	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	⑥	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

している⑥の欧州関連懸念は健在であり、ここに来てメイ英首相は EU 離脱交渉が行き詰まりを迎えているとの認識を示し、「EU には何が真の問題で、代替案は何かを説明してもらい必要がある。そうすることで議論が可能になる。そうした説明を受けるまで、前進することはできない」などと述べている。EU (欧州委員会) に落ち度があるとは考えられず、ひたすら「良いところ取り (チェリーピッキング)」を狙おうとする英政府の交渉姿勢が問題と見受けられるが、事態はいよいよ切迫してきた。引き続き EU・英国双方の政府、企業、市民へ甚大な影響がおよぶ合意無しの離脱、いわゆる「クリフエッジ (崖っぷち) リスク」は増してきていると言わざるを得ない。少なくとも、今春までのテールリスクといった位置づけは変わっており、普通のリスクの 1 つになってしまったように思われる。

また、イタリアのポピュリスト政権も相変わらずの状況にある。来年度予算編成に関し、ディマリオ

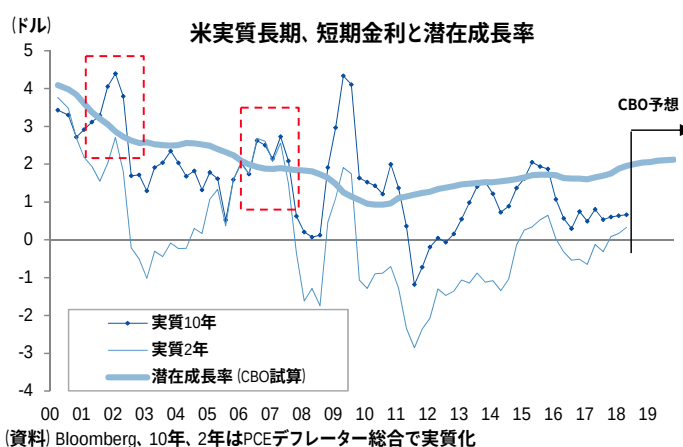
副首相(極左政党「五つ星運動」党首)は拡張財政路線の基本姿勢を変えるつもりはなく、その財源はあくまで赤字支出だと公言している。欧州委員会や金融市場から信認の厚いイタリア財務相との確執は未だ報じられており、その更迭懸念がリスク回避ムードを強める展開は今後も避けられそうにない。なお、財政問題だけではなく、10月18日のEU首脳会議を巡ってはイタリアが「他国による難民受け入れが叶わないのであればEU拠出金を払わない」とごね始めている件についても決着する必要がある。ちなみに10月から拡大資産購入プログラム(APP)の縮小が始まることも周知の通りだ。そもそも減速感の強まりが指摘されているユーロ圏経済がこうした不測の事態に見舞われた場合、どうになってしまうのか。引き続き今秋、最大の攪乱材料は欧州発となる可能性がある。

～「報じられている割に影響は軽微」の終わり～

そのほかでは①に係るリスクは日増しに大きくなっている。トランプ政権は24日、通商法301条に基づき既存の500億ドルに対する25%に加え、2000億ドルを対象とする10%の追加関税を発動した。これで対中輸入額の半分が制裁対象となったことになる。これに応じて中国は貿易協議の取りやめを打診し、報復措置を課す行動に出ている。米中貿易戦争に関しては「報じられている割に影響は軽微」が決まり文句だったが、さすがにそうも言っていられない局面だろう。7月にIMFが試算を示したように、最悪の場合は企業の消費・投資意欲が毀損する中で世界経済が縮小均衡に向かうワーストシナリオもあり得る。IMFの試算にはサプライチェーンが寸断された場合のリスクを勘案していないとの声もあり、状況は示されたシミュレーション以上に悪くなる恐れも秘めている¹。本稿執筆時点では発動に至っていないが、今後、中国に対しては2670億ドル、中国も含めて輸入車全体に対しては25%の関税措置などが計画されている。これらが全て発動に至った場合、「報じられている割に影響は軽微」などとは言っていられないだろう。なお、ドル/円相場にとっては日米貿易協議(FRR)の行方が注目されるが、9月24日に予定されていた協議は25日に延期されたというのが本稿執筆時点の最新状況である。引き続き米通貨・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、見逃せないものとして付記しておかねばなるまい。

～オーバーキルリスクを巡る見解～

なお、②や③に係るリスクはどう考えるべきか。イールドカーブのフラット化や逆イールド化に懸念が囁かれながらもタームプレミアムがマイナスであることや、実質短期金利が潜在成長率を依然として下回っていることなどを理由に「気にする必要はない」という声が多いように見受けられる。確かに「米国の地力(潜在成長率)によって金利がまだ低い」という事実が先に立てば、カーブの形状は大して重要ではない。図示されるように2000年前後のITバブル崩壊時、2006～7年の金融バブル崩壊時、確かに



¹ 詳しくは本欄2018年9月19日号『市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか?』をご参照下さい。

イールドカーブはフラット化し逆イールドにまで至っていたが、いずれも実質短期金利が潜在成長率を超えるという文字通りオーバーキルの様相を呈していた(図中点線四角部分)。ゆえに不況を招いたし、FRBの政策転換もあったという理屈である。ここまでのロジックは非常に説得的と言える。

とはいえ、(A) 現下のインフレ率上昇は原油価格上昇の影響も受けていること(ゆえに実質金利の実情はもっと高い恐れがあること)、(B) 新興国が耐えられるかどうかは全く別の問題であることの2点は指摘せねばならない。本稿執筆時点では北海ブレント原油価格が1バレル=80ドルを超え、2014年11月以来の高値を付けている。石油輸出国機構(OPEC)と非OPEC主要産油国が増産を急ぐ姿勢を見せなかったことが響いており、つとめて政治的な動きである。一方で、米国の平均時給は依然として前年比3%を割り込んでおり、堅調とはいえ加速の兆候はない。既に4%を切った失業率の現状を思えば物足りなさを覚えるのが実情ではないだろうか。こうした動きがもたらしている堅調な物価を用いて実質金利を算出することの是非はあろう。

また、肝心なことは(B)である。米金利は世界の資本コストであることから、利上げ継続にあたっては米経済が耐えられるかという視点に加え、新興国経済が耐えられるかという配慮も必要になる。既に年初来の金融市場では新興国の混乱が一大テーマになっていることを思えば、自国の地力に余力があるというのが事実にせよ、それだけで利上げを継続するにも限界はあると筆者は考える。

とはいえ、③で示すように、「米国の地力(潜在成長率)にとって金利がまだ低い」という事実を重視するならば、米景気拡大と利上げが併存し、しかも株高も容易に折れない可能性もある。これは完全に本欄の想定が外れるシナリオであり、現時点では最も恐れるべき円安リスクと考えている。

～物価至上主義の終わりが混乱へ至るリスク～

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のリスクは排除できない。先週の本欄でも見たように、9月14日の自民党総裁選討論会において安倍首相が大規模な金融緩和に関し「ずっとやっていいとは全く思っていない」と述べ、出口戦略について「私の任期のうちにやり遂げたい」とかなり踏み込んだ発言を行ったことが注目された。また、こうした首相発言を擁護するように、18日の閣議後の記者会見では麻生財務相が2013年4月の黒田総裁就任時点で2%という物価目標について「『2年以内』というのはまず無理ですよ、と(政府と日銀で)お互いに認識していた」という内幕を披露している。現政権で最も重要な人物2人が同じようなタイミングで同じようなことを述べているのだから、過去5年にわたって続けられてきた物価至上主義は名実ともに終焉を迎えたと考えて差し支えないだろう。タイミングさえあれば、徐々に出口との距離を詰めて行きたいというのが本音なのだろうが、米国を筆頭とする海外経済環境を見誤るとまとまった幅をもって円高・株安を招来しかねないことはリスクとして留意しておかねばなるまい。政府・日銀の企図する正常化は正確には「円高を招かない範囲での正常化」であり、円高になるような政策修正は全てNGと思われるが、判断の誤りが意図せぬ混乱を招く可能性は無いとは言えない。

～語るべきものが多くない円安リスク～

上述したように、円安リスクについては米経済の想定以上の好調とこれに付随する米金利や株価の上昇が最も大きなリスク(③のリスク)と考えられ、その他にはあまり語るべきものが多くない。敢えて言えば、毎月述べるように、本邦機関投資家の対外的なリスクテイクが円安を支える可能性は

ある(④のリスク)。事実、円の基礎的需給環境は円売り超過であり、引き続き円高を支持していない。過去の本欄²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。

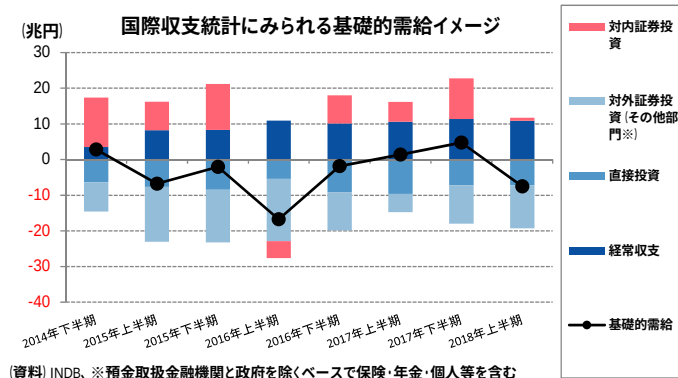
本欄の円高予想にとって真っ当なリスク要因だが、本欄は FRB 正常化の持続性を信じていないゆえ、本邦機関投資家がこのまま対外証券投資を持続する可能性は高くないと読んでいる。

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(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ではない。なお、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のが事実ならば、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。

～内外経済環境が利上げは正当化できなくなる～

引き続き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・通商政策であり、とりわけ米中貿易摩擦の悪影響はそろそろ無視できない大きさになってきたと捉えている。対中輸入全額に関税がかかっても尚、「実害が無い」と言い張るのは無理があるだろう。また、目先では欧州の政治リスクも無視できない。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。イタリア政局も波乱の萌芽となりそうであり、今秋の「台風の日」として欧州政治情勢から目が離せない。

もちろん、過去 1 年がそうであったように、今後 1 年も米経済が堅調を維持してしまうリスクはある。その場合、米金利や株価も値持ちし、結果としてドル/円相場も浮揚する恐れがある。だが、4%を切った失業率にどこまで追加的な期待を寄せるべきだろうか。また、米経済が金利上昇に耐えられても、既に騒がしくなっている新興国が無傷でいられるかは別の話である。筆者は内外経済環境が徐々に利上げを正当化できなくなり、FOMC は現在よりも中立的なスタンスへ修正、米金利もドルも折り返してくるというのが今後 1 年で最も蓋然性の高いシナリオだと考えている。かかる状況下、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。

² 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。

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9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版 (「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議 (FFR) を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～肉肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳罰は新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
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～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
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	ボ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年上半期の円相場の基礎的需給環境
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～
	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 (「新興国市場の混乱」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～「試練の秋」～
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」は避けた米に～
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経由南米行き？～)
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学ぶべきか？
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～)