

みずほマーケット・トピック(2018年10月29日)

メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～

メインシナリオに対するリスク点検を行っておきたい。10月は株式市場を中心としてまとまった幅の調整が断続的に発生したものの、「FRBの正常化プロセスが緩やかに継続する」という金融市場の大前提が崩れるまでには至っておらず、それゆえに想定すべきリスク要因の大勢にも影響は無い。10月に入ってから「高値波乱含み」の様相を強めている米国ひいては世界の株式市場はやはりFRBによるオーバーキルの危険性を示唆していると筆者は考える。とはいえ、本欄の想定していた円高シナリオがここまで機能していない以上、ここから先、逆サイド(円安)に走ってしまうリスクも真摯に検討はしたい。円高シナリオが実現していない最大の原因は米国経済、とりわけ労働市場の底堅さを見誤っていたということに尽きる。失業率3.7%はFRBにとっても「嬉しい誤算」であったはずだ。だがこれは米国経済への読み間違いがポジティブな方向に出ただけであり、今後のアップサイドを保証するものでは全くない。円安リスクは米国経済の粘り強さに呼応するものだが、その持続可能性に賭けるのは相当の勇気が必要である。

～「高値波乱含み」が警告するオーバーキル～

いつも通り、月末恒例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。10月は株式市場を中心としてまとまった幅の調整が断続的に発生したものの、「FRBの正常化プロセスが緩やかに継続する」という金融市場の大前提が崩れるまでには至っておらず、それゆえに想定すべきリスク要因(表)

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	・金融政策への介入、保護主義の先鋭化、とりわけ日米TAG交渉の遅れ。	円高ドル安
	②	FRBの過剰な引き締め継続	・米国内外への引き締め波及。端的には株価急落の恐れ。	円高ドル安
	③	米景気拡大の予想外の持続	・ゴールドロックスの意外な継続。	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	・副作用に配慮し明確な緩和と撤回(例えばマイナス金利撤廃)	円高ドル安
	⑤-2	日銀の政策変更リスク	・円高に対応した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 ・メルケル退陣	円高ドル安

(資料)筆者作成

の大勢にも影響は無い。しかし、10月に入ってから「高値波乱含み」の様相を強めている米国ひいては世界の株式市場はやはりFRBによるオーバーキルの危険性を示唆していると考えたいところである(表中②のリスク)。2月のVIXショックとの類似性を指摘する向きも多いが、当時と比べればPER(株価収益率)の調整は進んでいることから純粋に過剰な金利上昇が資産価格の調整を強いたのではないかとの分析もある¹。

また、前月からさらに注目度が増しているのが⑥の欧州関連懸念である。もはや「合意なし離脱

¹ 通貨ニュース10月19日号『新興国：FRB バランスシート縮小の影響が - タームプレミアム復活を警戒すべき時』をご参照下さい。

(いわゆるクリフエッジ)リスク」はテールリスクというよりも現実的に想定すべきリスクに格上げされており、筆者においても「その場合、何が起こるのか」という照会が増えている。そこまでの状況に至った場合、現実的には双方合意の上で交渉期限の延長に至る可能性がもっとも高いと思われるが(なお交渉の延長には全加盟国の同意が必要)、リスクシナリオの点検においては外せないトピックとなってしまう。一方、イタリアの新年度予算編成を巡ってもポピュリスト政権側の強い意思は本稿執筆時点では変わっていない。技術的には「欧州委員会の忠告を無視して予算編成を可決」という力業は可能であり、その場合は EU の行政府としての欧州委員会のメンツは丸つぶれである。類似の事案を不安視する向きからユーロ売りが強まることは必至であろう。10 月に関しては、②や⑥のリスクが限りなく現実に近いように思うが、既に本欄²でも議論したように、為替市場で円高が進むような地合いには至っていない。やはり FRB の基本姿勢に変更を強いるほどの事案だとは受け止められていないということなのだろう(筆者は時間の問題でしかないという理解である)。

～円高リスクとしてのトランプリスクは健在～

もちろん、米中貿易摩擦に加え、金融政策への露骨な政治介入など、トランプ大統領の経済政策には強いリスクを覚える(①のリスク)。9 月下旬を境に米国の対中輸入の半分が追加関税の対象となっているという現実があることは悔りがたい。これが実体経済に大きな影響をもたらしているように見えないのは(1)まだ時間が経っていないから、(2)元安・ドル高傾向が著しいからの 2 点から解説可能である。とりわけ為替や関税(ないし非関税障壁)の影響に関しては、市場参加者のヘッジ行動などもあり、ラグを伴って顕現化すると考えられる。IMF や各国金融当局がこぞって貿易戦争を最大のリスク要因として指摘し、その影響を試算しているにもかかわらず「米中貿易戦争は無害」と処理する市場反応は思考停止、言い換えれば驕り以外何物でもないというのが筆者の基本認識である。今後、中国には 2670 億ドル、中国も含めて輸入車全体には 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、実体経済への影響が小さいはずが無い。

また、7 月下旬以降、トランプ大統領ははっきりと FRB の政策運営に不満を漏らしており、10 月に入ってからこれが常態化している。厄介なことに、繰り返される株価の大幅調整が「利上げ妨害」の正当性を強めるような構図にもなっている。これが FRB の挙動に影響を与える可能性は低い、万一の場合、人事への影響などが出る可能性は極めてマイナーなリスクシナリオの 1 つとして付記しておきたい。現状では「単に失望しているだけで解任する意向はない」というのが報じられている大統領のスタンスだが、株価の大幅調整が続くにも拘わらず FRB が現行路線を突っ走れば事態が新局面に至る恐れは否定できない。経済指標こそ良好なものが続いているものの、金融および政治の両面から FRB の政策環境が窮屈になっていると言えよう。

トランプ大統領の通貨・通商政策に絡んでは、とりわけドル/円相場にとって日米貿易協議(FFR)の行方が注目されるのは言うまでもない。過去の本欄³でも議論したように、日米物品貿易協定(TAG)の交渉に関してはムニューシン米財務長官自らが為替条項の導入を要求していく基本方針に言及している。漏れ伝わってくる報道を見る限り、日本側は全くこれに取り合う姿勢を見せていないので両者の認識相違は小さくないように見受けられ、実際に交渉が始まる段になった場合、相

² 本欄 2018 年 10 月 24 日号『「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由』をご参照下さい

³ 本欄 2018 年 10 月 15 日号『為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～』をご参照下さい。

応に荒れ模様となる可能性は否めない。

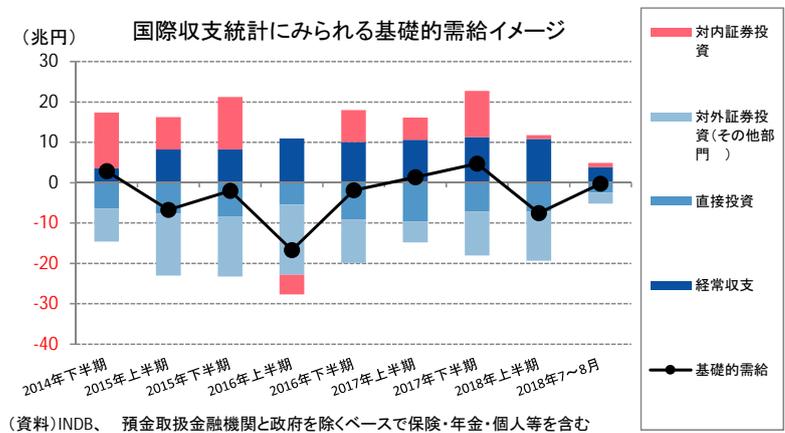
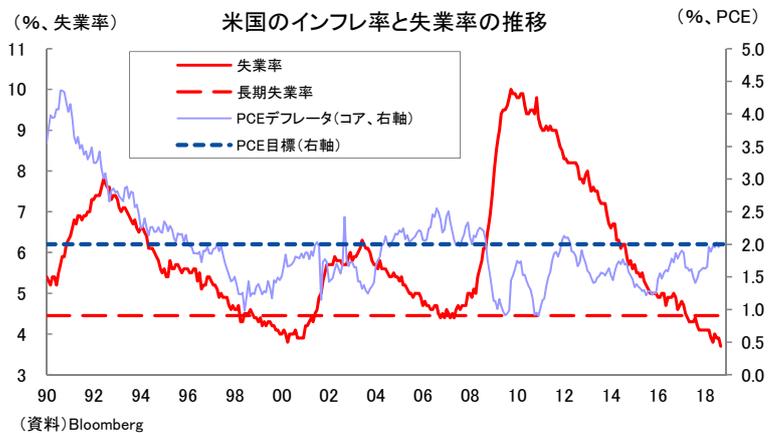
～円安リスクは米国経済の粘り腰～

とはいえ、本欄の想定していた円高シナリオがここまで機能していない以上、ここから先、逆サイド(円安)に走ってしまうリスクも真摯に考えねばならない。それはとりわけ前掲図表で言えば、③のリスクを検討する話である。結局、本欄の円高シナリオが実現していない最大の原因は米国経済の底堅さを見誤っていたということに尽きる。より具体的には米国の失業率がここまで低下するとは全く思っていなかったことが敗因と考えている。

バーナンキショックの直後となる2013年6月、FRBの想定する長期失業率は5.6%であった。それが今や3.7%まで低下しており、明言こそしないものの、FRBにとっても「嬉しい誤算」であったと想像する。しかしこれは米国経済への読み間違いがポジティブな方向に出ただけであろう。その誤算がFRB自身の正常化意欲と合致して1つの潮流を作り出すことに成功したのが過去5年だったのである(図)。3.7%まで下がった失業率が3.5%を切り、3.0%を臨むような展開に至った場合、さすがに平均時給は前年比3%を超えて安定的に加速し、PCEデフレーターも支えられるだろう。その場合、米10年金利が3.5%を超えて推移する展開も覚悟せねばならない。

10月に入り、為替市場で120円超えの予想へ修正する向きが出てきているのは米10年金利の3.2%超えをこうしたシナリオのシグナルとして受け止めている結果だろう。ひとえに円安リスクはこうした米国経済の粘り強さに呼応するものである。しかし、既に自然失業率を大きく割り込んでいる現状からさらに改善を当て込むという行為が筆者にはどうしても抵抗があるし、それを主張するだけの論拠にも乏しい。さらに経済・金融指標とは別の視点として米中間選挙において共和党が両院で勝利を収めた場合、トランプ大統領誕生時と似たような相場展開になる可能性があることも念頭に置いておきたい。リフレトレードが流行る中で株価、金利、ドルがトリプル高となるような展開に至れば再び120円に手をかけるような事態も否めないだろう。

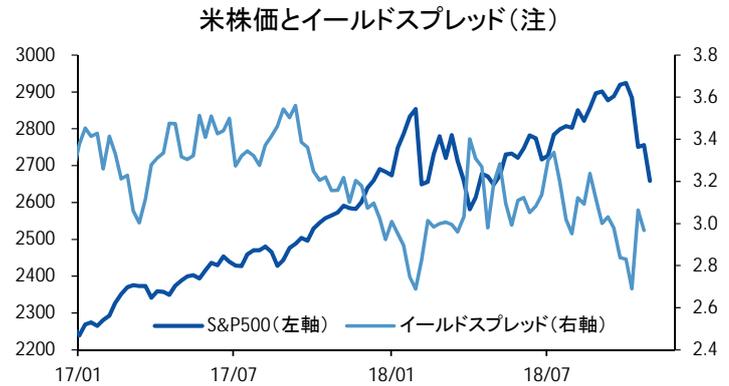
こうして米国経済の持続性を信じればこそ、本邦機関投資家のリスクテイクが円安を招く展開にも配慮せざるを得なくなる(④のリスク)。事実、円の基礎的需給環境は円売り超過であり、引き続き円高を支持していない(図)。国際収支統計から試算される円の基礎的需給バランスに関し、



18年1～8月までの合計は約▲7兆8120億円の円売り超過であった。こうした需給環境が円高を阻んでいるという考え方は一定の真理だろう。しかし、需給は「円高を抑止する要因」ではあっても「円安を駆動する要因」とまではいかず、これを中心に円安シナリオを描くには至らないというのが実情ではないか。確かに外債運用を検討する場合、現状の金利差ではヘッジコストが高いためオープンでの運用が視野に入ろうが、そうしたリスクテイクを選ぶよりもイールドカーブに勾配が戻りつつある(そしてこれから戻るといふ予想が多い)円金利に関心を抱く投資家の方が多いのではないだろうか。

～世界的に株価や金利が上を目指せる環境ではない～

これまでの経緯に鑑みれば、円高シナリオをメインに据え置く筆者にとって最も重要なリスクはやはり③である。既に来年には史上最長の景気拡大局面に足を踏み入れることが視野に入っており、完全雇用と言われて久しい雇用・賃金情勢を踏まえれば、さらなる景気拡大を当て込んでシナリオメイクすることは推奨できない。もちろん、そのようなシナリオが結果として当たる可能性もあるのかもしれない。だが、それを現時



注: イールドスプレッドは株式益回りー米10国債利回り。
(資料) Datasteam, I/B/E/S/, Bloomberg

点で合理的に予想するだけの材料が殆どないということが問題なのである。2月も10月も株価急落は米金利急騰の後に起きた事象だった。米10年金利に関し2月は3%、10月は3.2%をはっきりと超えた後に株価が調整を迫られている。こうした金利上昇が株価の調整を強いた可能性はイールドスプレッドの動きなどからも見て取れる(図)。

11月以降も「金利上昇は株価のバリュエーション上、ネガティブ」というごく基本的な事実を再認識させられる場面は多くありそうであり、それを受けて政治・経済・金融情勢がFRBのタカ派路線に修正を迫るといのが筆者のメインシナリオである。それは極めてオーソドックスな想定だろう。そもそも年央から本格化している新興国市場の混乱は米金利上昇に世界経済が耐えられていないという証左でもある。予測期間中のFRBはこうした論点に配慮せざるを得なくなると考えたい。

その上で従前から懸念されるトランプ政権の通貨・通商政策が世界経済の拡大に水を差すだろうし、イタリア、英国そしてドイツといった国々を舞台として欧州の政治リスクも散発的に市場の動揺を誘うことになる。どう考えても世界的に株価や金利が上を目指していくような環境ではないというのが筆者の基本認識である。本欄では執拗に強調している点だが、FF金利とは米国のみならず世界の資本コストであり、民間債務が経験の無い水準まで膨らんでいる現状を考慮すれば、非常に危うい市場環境の変化を我々は体験しているように思えてならない。

かかる認識の下、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のが今後1年で最も蓋然性の高いシナリオだと引き続き考えている。その結果、ドル/円相場が100円程度まで調整を進めることについて

はそれほど驚きではない。

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、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10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして...～
2018年10月10日	ベネシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
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～
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか?
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～エ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～皮肉な米経済の好調～
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～鑑寄せは新興国に～
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	混乱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	またも生き残ったメイ首相～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