

みずほマーケット・トピック (2018 年 11 月 28 日)

メインシナリオへのリスク点検～FRB は来年こそ変わる～

毎月の通り、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 月に続き、11 月も株式市場が大きな調整を強いられたが、「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顔ぶれも大きくは変わらない。11 月中旬にはパウエル FRB 議長やクラリダ FRB 副議長の弱気な発言を捉え、金利が大きく低下する場面も見られたが、株式市場の動揺に脇目も振らず「中立金利 (3% 想定) までは上げる」という姿勢を続けている状況は当面変わりそうになく、引き続きオーバーキルのリスクを感じる。潜在成長率やこれに付随する中立金利の正確な推計が難しい以上、来年も「想定以上の米景気回復」が続くことが最大の円安リスクではある。だが、客観的に現状を評価する限り、世界的に株価や金利が上を目指していくような環境は既に終わりつつあるというのが筆者の基本認識である。11 月、OECD 世界経済見通しも「ピークに達した」と警告している。

～10 月同様の景色～

毎月の通り、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 月に続き、11 月も株式市場が大きな調整を強いられたものの、「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

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交渉の拗れ。	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	・過去最長の局面を超えてさらに加速	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撤収 (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 ・ノーディールでブレグジット (クリフエッジ) ・メルケル首相辞任による政局流動化	円安ドル高 円高ドル安

(資料) 筆者作成

想定すべきリスク要因 (表) の顔ぶれも大きくは変わらない。11 月中旬にはパウエル FRB 議長やクラリダ FRB 副議長の弱気な発言を捉え、金利が大きく低下する場面も見られたが、株式市場の動揺に脇目も振らず「中立金利 (3% 想定) までは上げる」という姿勢は当面変わりそうになく、オーバーキルのリスクを感じる (表中②のリスク)。10 月との違いとして、11 月は原油価格やハイイールド債価格も比較的はっきりと調整しており、リスクオフムードの色合いはかなり強まった印象だが、FRB の政策観を修正するにはより大きなショック (オーバーキル?) が必要なのだろうか。

また、この点も前月に続き、⑥の欧州関連懸念がさらに強まっている。ようやく英国政府と EU の間で離脱協定が合意を見たものの、問題はその合意をもってメイ英首相が国内議会の説得をできるか否かという「内なる戦い」である。依然として「合意なし離脱 (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いる状況であり、「その場合、何が起るのか」という照会が多い。12 月の EU 首脳会議や 1 月の英国議会の承認期限 (1 月 21 日) まで

時間的余裕があるため、当面、強硬離脱派が主導するチキンレースは続くだろう。その場合、ユーロやポンドが売られる中でドルが選好されそうであり、本欄の円高（ドル安）シナリオにとってはノイズと言える。本当にクリフエッジとなった場合、ポンドは国民投票後の安値を割り込むだろう。

一方、イタリアの新年度予算編成を巡っても混乱が続いている。ポピュリスト政権は欧州委員会による予算修正要求を拒否し、遂に過剰財政赤字手続き（EDP）の勧告を受けるに至った¹。歴史上、EDP 手続きに伴って具体的な制裁を食らった加盟国はないが、ポピュリスト政権の強硬な態度が続けば、最速で来春にもそのような展開はあり得る。ユーロを手放す要因になるだろう。だが、欧州委員会のそうした威圧的な立ち振る舞いがイタリア国民にポピュリスト政権を選ばせたという経緯もあり、制裁実施となれば直後に控える欧州議会選挙（そしてその後の 10 月までに実施予定のギリシャやポルトガルの総選挙）などへの影響が不安視される。欧州議会選挙で反 EU 会派が勢力を伸ばすようなことがあれば、EDP 手続きにより欧州委員会の監視下にあるイタリアも不穏な挙動を強めてくるかもしれない。ちなみに欧州議会選挙の結果は 11 月に着任する次期欧州委員長の人選にも影響することを忘れてはならない。また、過去の本欄でも懸念を示しているように、「制裁を甘受し、勧告を無視して拡張財政を継続」という力業は可能であり、その場合は行政府としての欧州委員会のメンツは丸つぶれである。以上のような事態が国際金融市場にリスクオフムードを招けば円高要因と考えられるが、10～11 月の様子を見る限り、「過度なユーロ売りを通じてドル相場を押し上げ、想定外の円安要因となる」という考え方もある。

～円高リスクとしての TAG 交渉～

トランプ大統領の経済政策は引き続き円高要因になり得る（①のリスク）。本稿執筆時点では米中首脳会談の行方は定かではないが、基本的に 2020 年の再選を視野に入れるのであれば政権から保護主義色が消えることはあるまい。また、仮に中国と手打ちにするにせよ、日本や欧州（とりわけドイツ）に対する風当たりを弱める理由にはならない。もちろん、株価の動揺を受けてスタンスを変えるという可能性はなくはないが、恐らくそうなった時のための「言い訳」として FRB の利上げ路線に露骨な口先介入を続けているのだろう。トランプ大統領が批判と共に FRB の独立性を尊重するような発言をしているのも、それは「FRB が自身の判断で利上げした（そして株が下落した）」というロジックを担保したいからだと思われる。後で経済・金融情勢が下振れしたという理由で保護主義路線が修正を迫られないようにするためにも FRB 批判は断続的に行われるはずである。

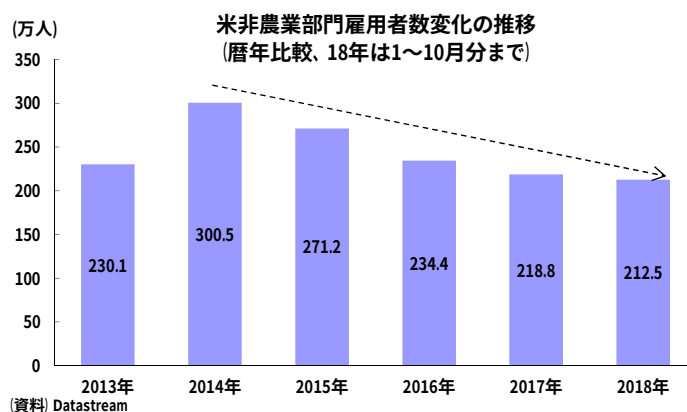
なお、トランプ大統領の通貨・通商政策に絡んでは、とりわけドル/円相場にとって日米物品貿易協定（TAG）交渉の行方が重要になる。米中貿易摩擦の行方がどうであれ、韓国や NAFTA（カナダ、メキシコ）に見せてきた交渉姿勢を踏まえれば米国側が為替条項の導入を要求してくる基本方針は揺るがないだろう。漏れ伝わってくる報道を見る限り、日本側は全くこれに取り組む姿勢を見せていないので両者の認識相違は小さくないように見受けられる。11 月 27 日には日本政府が最新鋭ステルス戦闘機「F35」を米国から最大 100 機（輸入総額 1 兆円）追加取得する検討に入ったとの報道が見られているが、恐らくは TAG 交渉を円滑にするための「先手」なのだと推測される。しかし、同日には米商務省が「カナダとメキシコを除く全ての国からの輸入車に対し 25%の関税を課す」ように提言するとの観測報道が見られており、これが事実であれば日本は事態回避のためにより多

¹ 本欄 2018 年 11 月 19 日号『イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～』をご参照下さい。

くのカードを切らされることになるだろう。また、関税ないし非関税措置が行き詰ればトランプ政権が最終的に訴えかけるのは為替（ドル安）かもしれないという恐れも依然払拭されていない。

～120 円を目指すとなれば・・・～

もちろん、円安リスクもある。それはとりわけ P.1 の図表で言えば、③のリスクを検討する話であり、この点も前月に議論した。10 月雇用統計も極めて好調な結果であり、平均時給が遂に前年比 3% を超えるなど、FRB の引き締め路線を正当化する計数が確認されている。もちろん、好調とはいえ、限界的に積み上げられる雇用の「量」は確実に減っているのだが（図）、2018 年に限って言えば、



2017 年を上回る雇用改善になりそうである。恐らくはトランプ政権の下での拡張的な財政政策が寄与した一時的な動きと見るが、それにしても誤算ではあった。本来、雇用・賃金は遅行指標であり、雇用市場の動きに左右され過ぎることは危険だが、昨年に引き続き今年も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、とりわけ雇用市場の加速を読めなかったことにある。潜在成長率やこれに付随する中立金利の正確な推計が難しい以上、今後もこうした事態が続く可能性が無いとは言えまい。例えば、失業率が 3% 台前半で定着し、平均時給の加速が続くようならば長期金利が 3% 台後半で推移してしまうかもしれない。その場合、ドル/円相場が 120 円を臨むような展開も驚きではない。現状の本欄にとって、もっとも現実的な円安リスクと考える。

そして、このような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²。恐らく、今年のドル/円相場が度重なる悪材料にもかかわらず値を下げなかった理由の 1 つがこうした需給環境にあったのではないかと推測する。とはいえ、下期の主要生命保険会社の運用計画では外債運用への意欲が弱まっているようにも見受けられ、今後、対外証券投資が加速する雰囲気はない。米国経済次第ではあるものの、そうした「日本人の円売り」が想定外の円安を引き起こすようなリスクはさほど大きくなさそうである。現在の市場環境に目をやれば、外債運用を検討した場合、高いヘッジコストを敬遠して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ロ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う予想が多い）円金利に関心を抱く投資家の方が多くなるというのは合理的な想定でもある。

～慎重な意見が支配する時は一瞬～

2019 年は 2018 年の想定していたシナリオが後ろ倒しになるというイメージを持っている。今年、筆者は FRB の行き過ぎた引き締め路線に応じて、米国内外の経済・金融情勢が動揺し始め、これを受けて FOMC 声明文もハト派に傾斜し、米金利は低下、為替市場でもドル売り・円買いが強まると

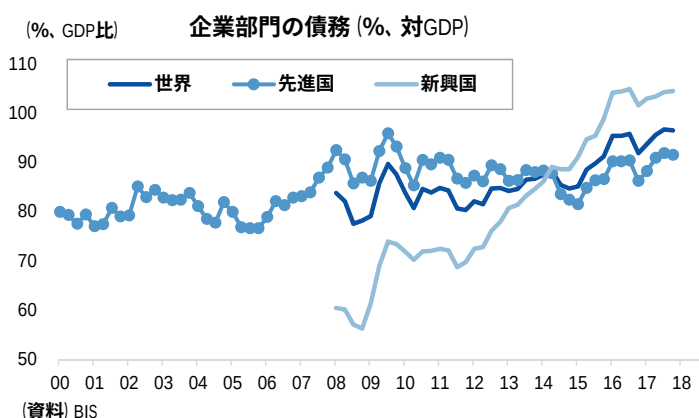
² 本欄 2018 年 11 月 12 日号『円相場の基礎的需給環境の現状と展望』をご参照下さい。

考えていた。実際、新興国市場は混乱し、米国を震源地として世界的に株価は調整した。しかし、肝心のFRBが基本認識を改めるまでには至らず、結局米金利もドルも下げきらなかったというのが今年11月までの状況である。それは上述してきた議論で言えば、やはり③のリスクが顕在化したという話なのだろう。来年にかけても③のリスクは軽視すべきではないが、史上最長の景気拡大局面を視野に捉え、完全雇用と言われて久しい雇用・賃金情勢を踏まえれば、今度こそFRBのハト派傾斜が現実的な問題として浮上してくるように思える。

11月も「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が多々あった。さほど踏み込んだ発言ではないものの、11月にはFRB正副議長からも利上げの先行きに慎重さを感じさせる言動が見られ始めている。そうした慎重な意見がFOMC内を支配する時は恐らく一瞬であろう。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り、引き締め路線はいつ修正を迎えても不思議ではない。2019年はFRBが過去5年にわたる引き締め姿勢を転換する年になると予想したい。

また、FRBの累次にわたる利上げに加え、従前から懸念されるトランプ政権の通貨・通商政策も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が予想される。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。11月、OECDが世界経済見通しにおいて「ピークに達した」との見通しを披露したことには強く同意できる。毎月のように強調している点だが、FF金利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(図)、危うい市場環境の変化を我々は体験しているというのが筆者の基本認識である。

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うのが今後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という予想もこれまで通り継続したい。



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.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11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
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～
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(国際と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	ベース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～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～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～銀寄せは新興国に～
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」、「ゴルディロックス」～)
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～