

みずほマーケット・トピック(2019 年 1 月 28 日)

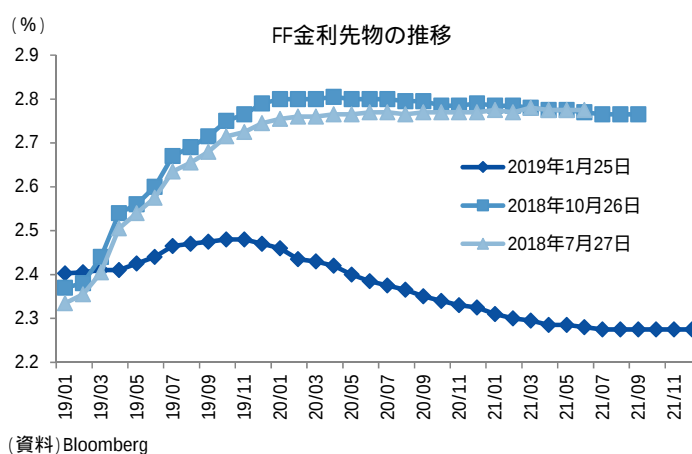
円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～

過去 1 年、本欄のメインシナリオは「FRB の正常化プロセス終了に伴い米金利およびドル相場が下落。結果として円相場も騰勢が避けられない」といったストーリーラインを基本としてきた。こうしたメインシナリオにとって最も考えなければならないのは円安をもたらす諸々のリスクだ。想定外に堅調が続く米経済、トランプ政権の保護主義撤退、英国の EU 離脱方針撤回、日銀の追加緩和などが円高を阻み、円安を誘発しかねないリスクとして不安視される。特に、従前の米失業率の低下を多くの識者が予想できていなかったことを思えば、米経済が意外にも堅調を維持し、2018 年のような方向感に乏しい展開に収束する可能性は否めない。また、仮に米中貿易戦争が完全に解決へ向かうようなことがあると、世界経済を心理面から大きく押し上げる可能性もある。片や、本欄の想定以上に円高が進むリスクも当然ある。だが、往々にして市場では「悪いこと 円高」で処理される傾向にあるため、これを逐一挙げてしまうと枚挙に暇がない。

～未だ調整の余地あり～

毎月末同様、メインシナリオに対するリスク点検を行いたい。前月までのリスク点検はあくまで円安・円高両サイドのリスク要因を列挙する構成にしていたが、後述するように本欄のメインシナリオはあくまでドル安およびその結果としての円高であるため、最大のリスクはあくまで円安リスクである。それゆえ円安リスクに焦点をあてた上で点検を進めるという進め方にしたい。

過去 1 年、本欄のメインシナリオは「FRB の正常化プロセス終了に伴い米金利およびドル相場が下落。結果として円相場も騰勢が避けられない」といったストーリーラインを基本としてきた。昨年 10 月以降、米金利上昇を受けた株式市場の動揺を無視できなくなった FRB はハト派色を強めており、2019～2020 年の利上げ見通しについて、期待の沈静化に努め始めた。結果、FF 金利先物市場(図)



では今後 1 年間の金利織り込みに関し、利下げを織り込む動きも見られ始め、ドル相場もまとまった幅で下落している。なお、こうした動きに連れて ECB に対する利上げ期待も 2019 年夏から 2020 年以降に後ろ倒しとなっている。メインシナリオは着実に進行中と言って差し支えないだろう。

かかる状況下、FRB や ECB といった海外中銀の金融政策がハト派に傾斜しドル安になるという展開はほぼ織り込み済みという考え方もあろう。だが、筆者はまだ完全に織り込みが済んだとは考えていない。FRB を例に取れば未だドットチャートは「2019 年に 2 回利上げ」を示しているし、バラ

ンスシートも月 500 億ドル縮小中である。市場が悲観に振れた際、抛出できるカードはまだ残っている。これらのカードが出尽しになった際には、金利や為替も一段の調整を迫られると考えたい。

～最も本質的で現実的なリスク～

繰り返しになるが、こうしたメインシナリオにとって考えなければならぬ本質的で現実的なリスクは円安をもたらす諸々のリスクである(表)。その中で最も大きなものはやはり「米経済が意外にも堅調でFRBの正常化も継続できてしまう」という

警戒したい円安リスク

	具体例	象徴的には・・・	可能性
	想定外の米経済堅調	上がらない失業率、持ち直す株価やISM景気指数	中～高
	トランプ政権の保護主義撤退	米中貿易戦争の完全解決	低
	ブレグジット方針の撤回 日銀の追加緩和	再国民投票の実施 マイナス金利付資金供給	中～高 低

(資料)筆者作成

展開であろう。例えば、バーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を示唆し始めた 2013 年 5 月の時点で米国の失業率が 3.7%まで下がると予想していた向きは FRB を含め皆無だろう。FOMC 内でハト派筆頭として知られるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁はかつて「これほど働きたい人々が米国にいるとは思わなかった」とエッセイで述べていたことがあるが、それほど一国の完全雇用状態(ないし潜在成長率)を正確に推計するのは難しい。今後 1 年程度、意外な堅調さが維持されてしまうリスクは否定しかねる。

過去 1 年、本欄のメインシナリオが実現してこなかったのも米国の労働市場の地力を読み誤ったという点に尽きる。非農業部門雇用者数変化があれほど好調だったからこそ FRB の利上げを継続できたし、だからこそ米金利もドルも秋頃までは上昇基調を描くことが出来たのである。「想定外の米経済の強さ」は本欄が最も警戒すべきリスクシナリオであり、これが実現化する中では本欄が想定するほどの円高・ドル安(100 円程度まで)は進むまい。もちろん、米経済自体に改善の糊代が小さいことには議論の余地が無いので円安に進む可能性は相変わらず高くないと考えるが、円高の動きが抑制されるのも間違いない。米経済が目に見えて崩れてこないことで、2018 年と全く同じような方向感に乏しい相場が続いてしまう恐れがある。

～政治的な円安リスク～

そうした「想定外の米経済の強さ」を経済面からの円安リスクとすれば、政治面から円安リスクもある。その中で最も大きな論点は「トランプ政権の保護主義撤退」ではないか。多くの予測機関が指摘するように、現在の世界経済にとって最大の懸念事項はトランプ政権の仕掛ける貿易戦争の行方が全く読めないことである。だからこそ PMI のようなソフトデータは元より、各国のハードデータにも不調をきたし始めているのである。トランプ政権の通商政策を理由に設備投資計画を控えめに策定する企業も少なくないだろう。もはや貿易戦争はリスクというよりも徐々に現実化している世界経済の政治的な足枷と言える。それゆえ、これが取り払われれば、まず心理面に与える改善効果は小さくないであろうし、それはいずれ実体経済指標に波及する。その象徴的な動きとして警戒される動きは「米中貿易戦争の完全解決」だろうか。完全解決とは文字通り完全に解決することであり、例えば昨夏から互いに押し付け合っている追加関税の完全撤廃などは両者の関係が正常化に向かう象徴的な動きであり、市場は大いに好感する話になろう。だが、技術移転の強要や知的財産権

保護など、米国が中国に要求している改革事項は簡単なものではなく早晩解決に至るとは筆者は到底思えない。トランプ大統領としても自身の再選を図るためには「中国の不正貿易に立ち向かう大統領」を演じたいはずであり、ある程度、中国に対しては生かさず殺さずの扱いを進めるはずだ。

ちなみに政治的な円安リスクという意味では英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉の行方からも目が離せない。現段階では全く先が見えないが、「とりあえずは 3 月 29 日の離脱日は延期へ」という話に流れれば安堵感から円売りは進むだろう。しかし、より大きな円安リスクは「再国民投票実施へ」となった場合、一転して残留方針への期待が高まり、楽観ムードに包まれることである。「離脱日を延期する」という話だけで円売りが進む地合いを踏まえれば、再国民投票がもたらすショックは前回の国民投票並みの大きさになる恐れがある。政治的にはこれが一番怖い円安リスクに思える。

～本邦発の円安リスク～

海外要因に比べれば、基本的に本邦要因が為替市場の潮流に影響を及ぼすことは無いと思われるが、敢えて言えば日銀の挙動には注目したい。1 月 23 日公表の「展望レポート」でははっきりとリスク評価が下方修正され、「次の一手」として追加緩和が検討されても全く不思議ではない状況に至っている。しかし、その一手として具体的に何が検討されるのかは未だコンセンサスがない。金融機関の体力に鑑みれば、マイナス金利の深掘りはもはや現実的な選択肢ではなく、複雑な建付けを構築してまで脱却した「量」の世界に今さら戻ることも考えにくい。敢えて言えば、早川・元日銀理事がブルームバーグとのインタビューで口にしたマイナス金利付き資金供給に耳目が集まってはいるが、金融機関支援とも取られかねない策である上、ほぼ間違いなく貸出増加などは起きないであろうことを踏まえれば、これも現時点では採り得る選択肢に思えない。ただ、「円高が進んだ場合」という条件を付ければ、確かにそれが唯一取り得る選択肢であり、ヘッドラインのインパクトの強さから確かに円安を招来する力はある程度持つかもしれない。マイナス金利付き資金供給自体、既に ECB がターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO2)という形で実施済みの策であるため、マイナス金利が導入された時ほどのハードルの高さはないとも言える。いずれにせよ、まだ可能性が高くない策であればこそ、実施されれば円安リスクにはなるはずだ。

～円高リスクは諸々ある～

以上、本欄にとっての円安リスクを中心に見てきたが、円高リスクも当然ある。本欄が想定する方向感と一致しているとはいえ、それを超える勢いをもって円高が進むリスクもある。往々にして金融市場では「悪いこと⇔円高」で処理される傾向にあるため、これを逐一挙げてしまうと枚挙に暇がない。最も分かりやすい展開として、これまでに列挙してきた円安リスクと真逆の展開を想像してみると良いだろう。米国が想定外に大きな失速感に見舞われ FRB が利下げや量的緩和の復活に追い込まれる場合や米中貿易戦争が一段の激化を辿る場合などである。はたまたブレグジット交渉が完全に決裂し、合意なし(ノーディール)離脱が不可避になる場合や日銀が正常化プロセスに邁進し利上げに踏み込むような場合も円高になるだろう。また、欧州に目をやればドイツ、フランス、イタリアといったコア・セミアコ国の政局流動化が懸念される状況でもあり、これも事によっては円高リスクであろう。昨年、散々金融市場を賑わせた新興国を巡る資金フロー上の混乱も円高リスクとなるはずだ。世界経済のピークアウトがそこかしこで囁かれる中、今後、「悪いこと」は放って置いてもそ

こかしこで頻発してくる可能性が高いだろう。また、既述の通り、ここから先の米国経済が現状を「維持」することはあっても、そこから「加速」する可能性は限りなく低そうであり、だからこそ米金利やドルもそれに応じた動きにしか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。

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
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
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～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
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「70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」が勢いづかない理由
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ら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