

みずほマーケット・トピック(2019年2月25日)

## 円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～

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。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、最大のリスクは円安リスクである。過去1年以上、本欄では「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。この点、FF金利先物市場が利下げまで織り込んでいるにもかかわらず、この程度の調整で済んでしまっていることにはやや意外感や誤算という思いもある。だが、今のFRBは正常化プロセスを「停止」しただけであって「終了」したかどうかは判然としない。まずはそうした「正常化プロセスの残滓」がなくなり、「終了」と言える局面を待ちたい。その上で本欄シナリオにとって最も警戒すべき円安リスクは、経済面では「想定外の米経済堅調」、政治面では「ブレグジットに係る再国民投票実施」。前者は従来通りだが、後者の可能性が高まっていることも気掛かり。

### ～想定通りの再延期～

本日東京時間朝方、トランプ米大統領は対中国との間で進んでいる通商協議に関し、「かなりの前進」を認めた上で関税引き上げ回避の交渉期限を延期するとツイッター上で述べた。期限は「次に習近平国家主席と会うことができるまで」であり、事態はかなり済し崩し的に棚上げになった印象がある。もっともこうした協議の再延期という展開は事前報道で囁かれていたものでもあり、ドル/円相場に大きな影響を与えるには至っていない。むしろ、先週の本欄でも議論したように、対中協議が当面延期となることで浮いた時間が対EU、対日本との脅威に向けられる可能性もあり、その場合は自動車関税を中心として為替市場、とりわけ円相場は神経質な展開を強いられるであろう。

### ～「潮目」は到来、修正の必要なし～

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。繰り返し論じてきているように、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。

その前に本欄のメインシナリオを簡単におさらいしておきたい。過去1年以上、本欄では「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。1月FOMC声明文は事実上の利上げ停止宣言であるため、本欄が長らく想定してきた「潮目」が到来したと考えて差し支えないように思えるが、それでも米金利やドルは底堅さを維持している。FF金利先物市場が利下げまで織り込んでいるにもかかわらず、この程度の調整で済んでしまっていることにはやや意外感や誤算という思いもある。この背後には想像以上に不調をきたしている欧州の政治・経済情勢がありそうだが、当の米国経済が大崩れしていないことも一因であろう。だが、今のFRBは正常化プロセスを「停止」しただけであって

「終了」したかどうかは判然としない。少なくともバランスシート縮小を完全に止めるまでは「終了」とは言えない。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。過去の本欄でも議論したように、QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞（調査期間：2 月 12～13 日）」では、外為市場参加者の 60%以上が 2019 年内に「1 回以上」の利上げを予想している。これではドル売り・円買いが盛り上がらないだろう。

まずはそうした「正常化プロセスの残滓」がなくなり、「終了」と言える局面を待ちたい。また、「終了」の後には恐らく正常化プロセスの「巻き戻し」すなわち緩和といった話が浮上しやすいはずである。上述したように金利先物市場はこれを織り込んでいるが、為替市場参加者が同様の期待を抱いているようにも見えない。今後、市場が悲観に振れた際、FRB に対してはもっと違うカードを切るように市場予想が形成されてくるだろう。現状の雇用・賃金情勢でそのような判断が求められていないというだけであり、たとえば 12 月小売売上高の急悪化などが本当に基調的に何の影響もないのかは時間を置いて判断をする必要があるのではないかな。

### ～引き続き「想定外の米経済堅調」が最も怖い～

そうしたメインシナリオにとって考えなければならない円安リスクはどこにあるのか(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」という展開であろう。これまでの本欄では繰り返し言及している事実だが、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)を示唆し始めたのは 2013 年 5 月だが、その翌月の FRB スタッフ見通しで示されていた米国の長期失業率は 5.6%だった。しかし、2018 年 11 月には 3.7%まで下がり、足許(2019 年 1 月時点)でも 4%という歴史的な低水準で推移している。米経済がここまで息の長い成長を果たす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。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ということである。為替見通しに限らず、多くの経済・金融見通しはこうした経緯を謙虚に受け止めるべきであり、今後 1 年程度を見越して、意外な堅調さが維持されてしまうリスクはやはり念頭に置きたい。

非農業部門雇用者数変化が好調だったからこそ FRB は 2018 年に 4 回の利上げを実現できたし、だからこそ米金利もドルも秋頃まで上昇基調を描くことができた。今年もまだ年初 2 か月間が経過したに過ぎないが、今のところ同様の展開になる可能性は否定しえない雰囲気がある。「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

#### 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   | 再国民投票の実施                | 中～高 |
|  | 日銀の追加緩和       | マイナス金利付資金供給             | 低   |

(資料)筆者作成

非農業部門雇用者数変化が好調だったからこそ FRB は 2018 年に 4 回の利上げを実現できたし、だからこそ米金利もドルも秋頃まで上昇基調を描くことができた。今年もまだ年初 2 か月間が経過したに過ぎないが、今のところ同様の展開になる可能性は否定しえない雰囲気がある。「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。

### ～政治的には英国の再国民投票が最大の円安リスク～

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」であろう。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にある。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も不調をきたし始めている。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既に実在しよう。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。ゆえに、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やはり「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と理解されるだろう。その際、市場は大いに好感するはずだ。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。3月1日とされていた関税引き上げ期限の先送りは、非常に予定調和と言える展開でもあった。

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。本稿執筆時点でも全く先が見えていないのだが、「とりあえずは3月29日の離脱日は延期」という話に至れば、安堵感から円売り・ドル買いが楽観的に進むであろう。ここまでは想定内の範囲内である。だが、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、リスクオンムードに拍車がかかることである。「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大きな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である。2月19日、黒田日銀総裁は、衆院財務金融委員会において円高を受けて経済や物価に影響が及んだ場合、「追加緩和も検討していくことになると思う」と述べ、これが円安・ドル高を招くという場面があった。主張自体は従前から繰り返されてきたものであり、1月公表の「展望レポート」で明確に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が用意された経緯があったことも踏まえれば、相場の反応はやや解せないものがあった。しかし、依然として「円高→日銀追加緩和→円安」という潜在的な市場期待が大きいことを窺わたのも事実であり、それが現実のシナリオとなるようなことがあればやはり大きな円安の波を招く可能性がある。とりわけ、一部の日銀 OB が口にして以来話題となっているマイナス金利付き資金供給などはヘッドラインの持つインパクトも相まって大きな動きを招来する可能性がある。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が、「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ろう。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。

### ～円高リスクは枚挙に暇がない～

以上が本欄で警戒すべき円安リスクと考えるが、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という事態もリスクには違いない。往々にして金融市場では「悪いこと＝円高」で処理されるため、これを逐一挙げると枚挙に暇がない。最も分かりやすい展開として、これまでに列举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。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。また、欧州ではドイツ、フランス、イタリアといったコア・セミコア国の政局流動化が懸念される状況でもあり、これも円高を惹起する可能性がある。昨年、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今だからこそ、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。

上述したように、失業率がここまで低下したことを思えば、ここから先の米国経済が現状を辛うじて「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い。かかる状況で米金利やドルの上昇、これに付随する円安を予想することが適切であろうか。それよりも世界と米国のピークアウトを前提に一旦は米金利とドルが下方にシフトする中で円相場も騰勢を強めるという方が無難な想定ではないだろうか。何も 95 円や 90 円という世界を想定しろという話ではない。ドル/円相場の方向感として上下どちらのリスクの方が大きそうなのかということを冷静に考えれば、現状評価はそれほど難しいものではないと考える。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                    |
|-------------|-----------------------------------------------|
| 2019年2月22日  | 週末版                                           |
| 2019年2月21日  | FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～                       |
| 2019年2月20日  | 自動車関税を前に考える日欧の立ち位置                            |
| 2019年2月18日  | 停滞する日米欧中銀への期待と為替相場                            |
| 2019年2月15日  | 週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)            |
| 2019年2月14日  | 看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～                      |
| 2019年2月13日  | ドル/円相場は新常態にあるのか?                              |
| 2019年2月12日  | 変わりそうにない対外直接投資の潮流                             |
| 2019年2月8日   | 週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～) |
| 2019年2月7日   | 次期ECB総裁レースの現状整理                               |
| 2019年2月6日   | バイトマン独連銀総裁も認める景気減速の現状                         |
| 2019年2月5日   | ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～                     |
| 2019年2月1日   | 週末版                                           |
| 2019年1月31日  | FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～                          |
| 2019年1月29日  | 「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略                  |
| 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～                   |
| 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  | 堅調なユーロ相場の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～正真正銘のリスクオフの前に～                  |
| 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を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～金利に追随する株価～                        |
| 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ボリシーミックス～)   |
| 2018年11月21日 | ノーディー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「振り返り」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～ユニケル発言について～                   |
| 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」                     |