

みずほマーケット・トピック(2019年3月26日)

円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～

足掛け6年にわたって続けられてきたFRBの正常化プロセスは終焉したと考えられ、当面は「FRB正常化プロセスの終了と共に米金利・ドルが全面的に低下、結果として円高・ユーロ高が進む」という本欄のメインシナリオ通りの展開を予想。だが、円安リスクがないわけではない。例えば、ここから米国経済が想定外の強さを見せ、米金利やドルが復調となる可能性はある。FRBのハト派傾斜に株式市場が気を良くし、家計部門への資産効果波及を通じて米経済が持ちこたえるという展開はいかにもありそう。過去をみても逆イールド化から株価が大きな調整を迎えるまでに1～2年程度のラグがあったことを思い出したい。また、政治的な円安リスクという意味で最も警戒が必要な論点はブレグジットが再国民投票を経て撤回される展開だろう。「2度目の国民投票実施 リスクオンムードに拍車 円売り」という展開となれば、その震度は第1回目の国民投票に匹敵する程度の話になる。総じて円安リスクは、「敢えて」考えることで初めて出てくる程度の話と考えるが、可能性は低くともその論点整理は怠るべきではない。

～正常化相場の巻き戻しが始まる～

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。

リスクを検討する前にメインシナリオを確認しておく。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を基本としてきた。1月FOMCで利上げが、3月FOMCでバランスシート縮小停止がそれぞれ実質的な停止宣言を迎え、「金利」および「量」の双方においてようやく正常化プロセスが完全に停止した。実際は停止というよりも終了に近いだろう。昨日の本欄でも述べたが、ドットチャートが2020年の利上げ回数として依然「1回」を想定しているとはいえ、昨年来、市場に相当のショックを与えながらハト派急旋回を織り込ませた経緯がある。ここで再び「利上げ路線に復帰する」というコミュニケーションを行うには、かなり明確に経済・物価見通しが改善してくる必要があるだろう。現状得られる情報を踏まえる限り、そのような展開が今後1年以内実現するとは考えにくく、FRBの政策は「よくて現状維持。場合により追加緩和」が基本線であろう。2013年5月以降、足掛け6年にわたって続けられてきたFRBの正常化プロセスは終焉したと考えたい。かかる状況下、米金利上昇を当て込んだ円安シナリオを描くことはもはや難しく、当面は「FRB正常化プロセスの終了と共に米金利・ドルが全面的に低下、結果として円高・ユーロ高が進む」という想定が無難と考える。

～「想定外の米経済堅調」のリスクは後退～

そのような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(次頁表)。前

月の本欄までは「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」という展開が最も怖いとしてきた。だが、正常化プロセスが名実ともに停止した今、このリスクが「最も怖い」というほどではないだろう。円安リスクとしての怖さはやや衰えたように思われる。だが、

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、持ち直す株価や経済指標、結果としてのFRBタカ派傾斜 | 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

FRB がハト派に傾斜したことで株式市場が気を良くし、家計部門への資産効果波及を通じて米経済が持ちこたえるという展開はありうる。象徴的には非農業部門雇用者数変化が前月比+20 万人程度の増勢を維持し、FRB が声明文やドットチャート、記者会見で強気を戻して来るようなケースでは 110 円以上という価格帯で安定しやすくなってしまいうだろう。1 月および 3 月の FOMC を経てしっかりハト派姿勢が市場に染み込んでいる現状を踏まえると、「想定外に米経済は強い」という認識が広がれば、やはり米金利やドルが上に跳ねる恐れがある。

過去を見れば米イールドカーブの長短逆転(逆イールド化)から株式市場が大きな調整を迎えるまでに 1～2 年程度のラグがあっても不思議ではない。これは景気停滞に応じて FRB が引き締めから緩和へ舵を切ったことによる一種のボーナス期間のようなものであろう。しかし、裏を返せば、「いずれ大きな調整が来る」と分かっているのに取えてここから株を買う向きがどれほどいるだろうか。また、米景気拡大が歴史的長期に亘っていることを思えば、改善の糊代が小さいことに議論の余地は無い。真っ当に考えれば円安に進む可能性は高くないと考えるが、「米経済の明確な失速なし」に円高シナリオの実現もないことは事実であるため、当該リスクはやはり円安リスクの筆頭である。

～政治的には英国の再国民投票が最大の円安リスク～

「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。本欄では「トランプ政権の保護主義撤退」を警戒し、象徴的な動きとして「米中貿易戦争の完全解決」を挙げてきた。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完全解決に近づく動きとして理解されるだろう。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、完全解決に至る可能性は高くない。トランプ大統領も自身の再選を図るためには「中国の不公正貿易に立ち向かう大統領」を演じたいはずであり、中国に対しては生かさず殺さずの扱いを進めるというのが基本戦略であろう。実際、3 月 1 日とされていた関税引き上げを先送りした後も、トランプ大統領は硬軟織り交ぜたどっちつかずの情報発信に終始しており、まさに「生かさず殺さず」を地で行っている。しかし、ここもとの景況感悪化の背景に貿易戦争を筆頭とする大統領の過激な言動があるのは明らかであるため、状況悪化が極まれば手打ちに踏み切るという可能性もゼロではない。その場合、為替市場では円売りが強まりやすいだろう。

なお、政治的な円安リスクという意味で潜在的に最も警戒が必要な論点はブレグジットが国民投票を経て撤回されることかもしれない。注目された 3 月 22 日の EU 首脳会議はメイ英首相の要請した 6 月末までの離脱案を EU が却下し、英議会在が 3 月中に離脱協定案を承認できた場合に限り、

5月22日までの交渉期限延長を認めるとした。一方、承認できない場合は4月12日までにノーディール離脱か、新たな計画を示すことを要求している。4月12日にも5月22日にも意味はある。英国がEU残留するには5月23日からスタートする欧州議会選挙に参加する必要がある、このためには6週間前までに通知をする必要があるとしている。6週間前が4月12日なのである。

この決定に絡んでトウスクEU大統領は「英国の運命は英国人たちの手中にある」、「4月12日までは何でもできる」などと述べている。「何でも」の中には現行案の承認、新離脱協定案の提示、ノーディール離脱など様々な可能性が含まれるが、離脱撤回という可能性も残る。そもそも国民投票に法的拘束力はなく、昨年12月10日には欧州司法裁判所(ECJ)も英国はEUの同意なしにブレグジットを取り消せるとの判断を示した経緯もある(3月、英議会サイトに大量のブレグジット中止を求めるオンライン請願が集まっていることが話題となったが、そうした動きの背景にはECJの判決がある)。ゆえに、離脱方針の撤回は英政府の一存で可能ということになるが、仮にそうだとしても再国民投票というステップを経るのではないだろうか。国民投票という最も重い手続きで決めたことを覆せる手段があるとすれば、それは国民投票だけであろう。現状の世論調査では残留支持派の方が多いと調査が目立つことから、「2度目の国民投票実施→リスクオンムードに拍車→円売り」という展開が警戒される。その震度は第1回目の国民投票と同程度と構えておくべき話であろう。

～本邦発の円安リスク:日銀の「次の一手」は～

海外発の要因と比べれば、基本的に本邦発の要因がドル/円相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。3月15日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定し、景気の総括判断も据え置かれた。だが、総括判断は1月の「景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している」から、3月は「景気は、輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとで、緩やかに拡大している」とやや冗長さが増した。総括判断の冗長化は現状維持が難しくなり始めていることの初期症状であり、究極的には追加緩和へ至りやすいという経験則がある。予測期間中の「次の一手」が引き締めではなく緩和であることは濃厚であろう。そもそも1月の「展望レポート」で明確にリスク評価が下方修正され、追加緩和が検討されても不思議ではない状況が用意されていたことを勘案すれば、唐突に日銀が動いてくる可能性には留意が必要だ。

しかし、日銀に残されたカードは多くない。現行の枠組みを前提とすればマイナス金利の深堀りと共に長期金利の誘導目標を下方修正する必要があるが、現実問題としてこれはもはや取り得る政策ではない。この点、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。もちろん、これも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、現実的な選択肢とは思えないが、「円高が進んだ場合」、そのような展開がないとも言い切れない。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り、前例がないわけではない。

～円安リスクは「敢えて」考える話～

以上が本欄で警戒すべき円安リスクと考えるが、リスクは当然円高方向にも広がっているものだ。

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。しかし、金融市場では往々にして「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迫り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である。円安リスクと異なり、どれもありそうな話であろう。2019 年の世界経済については、強気派/弱気派、双方存在するものの、「失速は不可避」という点では合意している。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する可能性が高く、円相場は騰勢を強める機会が沢山あるというのが直感的に筆者の思うところである。そのような中で円安リスクは、「敢えて」考えることで初めて出てくる話だろう。

2019 年後半の米国はトランプ減税の下支え効果が剥落することも相俟って失速が元々見込まれている。4%を割り込むような失業率は明らかに政策的な補助があったからこそ実現した水準であり、永続性を期待するのは困難という見立てについて、異論の余地は小さいだろう。しかし、バックワードルッキングに決まってくる賃金情勢は当分強さを維持する可能性もあり、その辺りにハト派化する FRB との「ねじれ」が出てくるだろう。だが、雇用・賃金指標はあくまで景気の遅行系列であることを忘れないでおきたい。ドル/円相場予想の観点から重要なことは、こうした現状から米金利やドルが復調し、これに円安が追随するような展開は無理筋であるということだ。今は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あり、こうした本欄の基本認識は以前から全く変わっていない。なにも 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、今後 1 年の見通し作りはさ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

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3月25日 | 「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方 |
| 2019年3月22日 | 週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～) |
| 2019年3月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分) |
| 2019年3月18日 | 「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方 |
| 2019年3月15日 | 週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～) |
| 2019年3月14日 | 「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金 |
| 2019年3月13日 | プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」 |
| 2019年3月12日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分) |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分) |
| 2019年3月8日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ドレッジ総裁は1度も利上げできずに退任へ～) |
| 2019年3月5日 | 米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」 |
| 2019年3月4日 | 大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～ |
| 2019年3月1日 | 週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～) |
| 2019年2月27日 | 米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～ |
| 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～ |
| 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 | 看過できない日伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～ |
| 2019年2月13日 | ドル/円相場は新常态にあるのか? |
| 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 | バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状 |
| 2019年2月5日 | プレジデント交渉を巡る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」を暗に認めたドレッジ総裁～) |
| 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～真正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～金利に追いつく株価～ |
| 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債券相場 |
| 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GDI～ |
| 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の拳動～ |
| 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～ |
| 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 | プレジデントを巡る近況整理～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 | 為替政策要求の冷静な読み方～底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 | ベア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～) |