

みずほマーケット・トピック(2019年4月22日)

## 円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～

毎月末同様、メインシナリオに対するリスク点検を行う。今年の世界経済に関しては年後半に持ち直しが期待される中国と欧州の仕上がりが同時期の米経済の失速を相殺するほど十分なものになるかどうかを注目する向きが多い。もっとも中国や欧州の復調は確かに重要と考えるものの、筆者は金融政策の巻き戻し余地が大きい米国発で潮流が形成されるため、それは他国・地域の動向でカバーしきれないと想定している。かかる状況下、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という本欄の基本的認識は不変。こうした認識に対する最も大きなリスクは、「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。「中国や欧州の景気減速に底打ち感が見られる中、気をよくした FRB が再び正常化に手をつけるリスク」と読み替えても良い。実際、FRB のハト派化を背景に年初来の株価は堅調そのものであり、家計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雰囲気は漂い始めている。

### ～年後半の中国と欧州の仕上がりポイントに～

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方向のリスクである。それゆえ円安リスクに焦点をあてた上で点検を進める。結論から言えば、リスクの所在は年初から全く変わっていないと考えるが、やはり年後半に持ち直しが期待される中国と欧州の仕上がりが同時期の米経済の失速を相殺するほど十分なものになるかどうかポイントだろう。

リスクを検討する前にメインシナリオを確認しておく。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が、その大枠を修正する必要は感じていない。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。終了ではなくあくまで停止という建付けと見受けられるが、過去を振り返ってみても、利上げ停止の次のアクションが利上げ再開だったことは稀である。景気拡大局面が過去最長となる 10 年間に及んでいることだけを見ても、米金利上昇を前提にシナリオを作成するのは危ういように思う。ここから再び「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。そのような展開が今後 1 年以内を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」を基本線としたい。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も必然的に難しく、当面は「FRB の正常化プロセス終了と共に米金利・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たいところである。

～「米経済の明確な失速」に構える局面～

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(表)。本欄では「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」という展開を最も警戒してきた。「中国や欧州の景気減速に底打ち感が見られる中、気をよくした

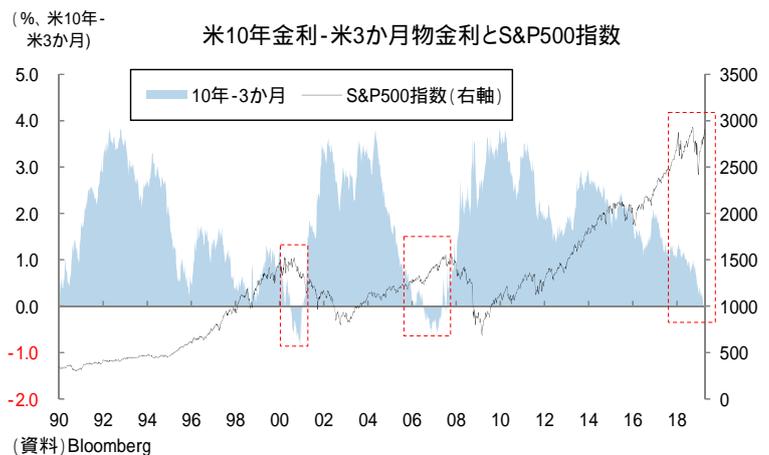
**警戒したい円安リスク**

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
中国/欧州の再加速	GDPの加速	中

(資料)筆者作成

FRBが再び正常化に手をつけるリスク」と読み替えても良い。そういった意味で①と⑤はセットで考える必要がある。理由はなんでもあれ市場心理が改善したことを受けて中央銀行が安易に正常化への意欲を示し始めてしまうという展開は洋の東西を問わず懸念される。実際、FRBのハト派傾斜を背景として年初からの株式市場は堅調そのものであり、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視野に入る。世界的な景気回復サイクルが一旦途切れていることを踏まえれば米経済だけが勢いを取り戻してくることは難しいはずだが、消費や雇用などで意外な好調さが続いているのも事実であり、米金利やドルの下落を読む筋にとっては不穏な空気を感じる。

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(図)。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と考えられる(なお、10年と3か月物の金利差逆転は3月下旬に起きている)。1～2年という時間は長い、「いずれ大きな調整が来る」と分かっているのに敢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。



(資料)Bloomberg

～依然、英国の再国民投票が政治的なリスク～

「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の分かりやすい結果である。その際、市場は大いに好感するだろう。漏れ伝わってくる情報を見る限り、米中通商交渉の完全解決に期待を抱かせる

雰囲気がある。しかし、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で合意したとしても、その検証方法を巡る溝は依然大きいと言われる。中国としても内政干渉と捉えられかねないプロセスは承服しかねるであろう。トランプ大統領にしても自身の再選のためには「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、中国に対しては「生かさず殺さず」が基本戦略となるはずである。しかし、昨年来見られている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間違いなく、これ以上の状況悪化に直面す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、為替市場では円安に振れやすいと思われる。

なお、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引き続きブレグジットが再国民投票を経て撤回される展開と考える。結局、英国とEUは期限とされた4月12日までに合意に至ることができず、今年10月31日までの約6か月延長で合意している(ただし、5月23日から開催される欧州議会選挙へ参加できない場合、期限は5月31日へ前倒しされることになっている)。とはいえ、3年弱も話し合っただけで決まらなかったことがあと6か月で決着するだろうか。最終期限とされる10月31日までの間に現行案の承認、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あるだろう。本稿執筆時点では6月末までにメイ英首相が強制退陣を迫られる可能性まで報じられ始めており、そうなればこれまで可能性が低いと見られていたシナリオがにわかに動き出す恐れもある。再国民投票は其中でも一番スケールの大きな話と考える。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、それはやはり国民投票だけだ。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、「再国民投票実施→リスクオンムードに拍車→円売り」という展開は警戒される。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はないだろうか。

### ～本邦発の円安リスク: マイナス金利付き資金供給はヘッドラインインパクトあり～

そのほか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したい。3月の日銀金融政策決定会合で総括判断が(輸出・生産の下方修正を交えて)冗長化したことは現状維持が難しくなり始めていることの初期症状として注目される。それが近々に決断される可能性は今のところ低そうだが、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。年初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である。

もちろん、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、金融機関経営に対する懸念が国内外で高まる中、現実問題としてこれはもはや取り得る政策ではない。ほかには一部の日銀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。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。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。だが、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。毎月述べているが、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。米国そして中国や欧州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である。これまで列挙してきた円安リスクに比べれば可能性は高いと感じられないだろうか。各種機関の見通しを見れば分かるように、2019 年の世界経済については強気派にしる、弱気派にしる、「失速は不可避」という点では一致している。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と考える。

2019 年後半の世界経済は、米国についてはトランプ減税の効果剥落によって失速する一方、昨年来失速感を強めていた中国や欧州の立ち上がりが鮮明化するという読み筋が従前より指摘されてきた。「米国の弱さ vs. 中国&欧州の復調」といった大枠が本当に実現するのかどうか、波乱なく 2019 年を通過できるかどうかの要諦となる。もちろん、中国や欧州の復調は重要な動きと思われるが、筆者は金融政策の巻き戻し余地が大きい米国発で潮流が形成されるため、その流れは他国・地域の動向でカバーしきれないと考えている。かかる状況下、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というのが引き続き本欄の基本認識となる。

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4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～改めて考える円安リスク～
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(ブレグジット交渉、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	ブレグジット、「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～ドラギ総裁は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	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行方整理～
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～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、世界経済の動所～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	パリ暴動の読み方～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「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	マンツを賭けた「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	露化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動所～)