みずほマーケット・トピック（2019 年 5 月 28 日）

円安リスクの点検～円高リスク高まった 5 月～

毎月末同様、メインシナリオに対するリスク点検を行う。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。当面、米中貿易戦争や英国の EU 離脱（ブレグジット）についてヘッドラインが交錯し続けようが、もはや「短期的に解決しない」という問題に対し市場は不感症になっている。この 2 つの問題が完全解決に向かうことこそが非常に大きな円安リスクだと本欄では警戒してきたが、5 月を経てその可能性は著しく低下した。とりわけブレグジットについては「次期首相の下でノーディール離脱」という声がにわかに強まっており、もはや再国民投票を経て円安に振れる展開を心配するような地合いではない。リスクシナリオに備えることは重要だが、米金利の絶対金利水準が下がることによって、ドル建て資産から資本が流出する展開の方が合理的に予想されるものである。

～「短期的に解決しない」問題に市場は不感症～

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。やはり年後半に期待される中国と欧州の景気回復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がポイントだろう。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、この大枠も修正の必要を感じない。既に FF 金利先物が織り込む年内の利下げ確率は 70%を優に超えている。スポットの為替市場がそこまでの確信を持っているとは考えにくいが、もはや「次の一手」が利上げではないことは確かであり、景気拡大局面がいよいよ過去最長に達する事実も加味すれば、米金利低下を前提として為替予想を策定すべき局面と考える。予測期間中、FRB の政策は「よくて現状維持。場合により追加緩和」が基本線であり、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」という基本認識に変わりはない。当面、米中貿易戦争や英国の EU 離脱（ブレグジット）についてヘッドラインが交錯し続けようが、もはや「短期的に解決しない」という問題に対して金融市場は不感症である。それよりも米金利の絶対金利水準が下がることによって、ドル建て資産から資本が流出する展開の方が合理的に予想されるものだ。

～「米経済の明確な失速」に構える局面～

こ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)。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 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は因果関係にもある。理由はなんであれ、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は感じる。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。本欄では繰り返し論じているが、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はないかと察する(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が、「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 7 月には過去最長を更新する中、改善の糊代が小さいことに議論の余地は無い。

警戒したい円安リスク

	具体例	象徴的には・・・	可能性
①	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
②	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
③	ブレグジット方針の撤回	再国民投票の実施	低～中
④	日銀の追加緩和	マイナス金利付資金供給	低
⑤	中国/欧州の再加速	GDPの加速	中

(資料) 筆者作成

こうした中、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。NY 連銀の試算する今後 12 か月以内に景気後退が訪れる確率は 4 月時点で 27%に達している。同確率がここまで上昇して景気後退に陥らなかったケースの方が稀であり、少なくとも米金利上昇に構える局面ではないと思うのだが、大統領選挙を前にトランプ政権が刺激的な一手を打ってくる可能性も視野に入る。経験則に反し、米経済がここからさらに加速する展開は大きな円安リスクである。

～米保護主義撤退も英再国民投票も可能性は低下～

前月の本欄では政治面から不安視される円安リスクとして「トランプ政権の保護主義撤退(≒「米中貿易戦争の完全解決」)と「再国民投票によるブレグジット方針の撤回」を挙げていた。しかし、5 月を経て、双方の可能性はかなり低くなったと言える。追加関税の完全撤廃まで囁かされた米中貿易戦争は結局、決裂に至り、今もその着地は見えていない。むしろ、残り約 3000 億ドルの対中輸入全額について 25%課税という懸念も浮上しており、状況は悪化している。本欄では執拗に論じているが、米中貿易摩擦が大統領選挙を睨んだポーズだとすれば、少なくとも年内に完全決着を見ることは無いと考えるべきだろう。トランプ大統領は再選を睨み「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」の基本戦略を続けるはずである。後者についても、5 月下旬、メイ首相が捨て身で議会を説得する中で遂に再国民投票の可能性にも言及したのだが、野党がこれに応じることは無かった。6 月 7 日で首相辞任を表明しているメイ首相の後任はボリス・ジョンソン元外相を筆頭に強硬離脱派が名を連ねる。誰が首相になろうとハングパーラメントの下ではメイ首相と同じ苦労を強いられるだろうが、強硬離脱派は再国民投票を「離脱撤回の一里塚」と見做している節があるだけに、次期政権の発足まで睨めば、再国民投票の可能性は相当低くなったと考えるべきだろう。むしろブレグジットに絡んでは円高リスクの方が不安である。

～本邦発の円安リスク：基本的に不安はないが・・・～

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、4 月には政策金利のフォワードガイダンスが「少なくとも 2020 年春ごろまで」は極めて低い長短金利水準を維持するとの文言に修正された。この解釈に関しては、現行の強力な金融緩和が「少なくとも 2020 年春」まで続けられ、さらに長期化する可能性を示唆しているとの読みが多い。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。とりわけ、消費増税と絡めて追加緩和を模索する動きや期待が盛り上がる可能性はある。しかし、仮にそうであっても円相場を押し下げる力は取るに足らないものだろう。基本的には FRB もハト色を強めており、政治的な圧力の影響がどれほどあるかはさておき、予測期間中に強気に転じる雰囲気はあまり感じられない。変動為替相場の方向感は基本的に米国の通貨・金融政策に規定される部分が大きいため、日銀の挙動が大勢を動かす不安はないが、市場の想像の枠外から「一手」が飛び出した場合、円安に飛ぶリスクは否めない。

～円高リスクが高まった 5 月～

以上が本欄で警戒する円安リスクだが、リスクは当然円高方向にも拡がっており、むしろそちらの方が大きいとすら思える。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。毎月述べていることだが、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にも注意が必要だろう。これらのうち、少なくとも貿易戦争の激化とノーディール離脱の確率は 5 月、上昇したと言って差し支えあるまい。総じて「円安リスクよりも円高リスクの方が高そう」という指摘について、異論を持つ向きは多くないと思われる。

いずれにせよ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ろ、弱気派にしろ、「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であり、5 月はその思いが一段と強まった。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、

これまで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が、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予想が困難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

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に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5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年4月分）
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年3月分）
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
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～敢え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	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～