

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 26 日)

円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～

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。繰り返し論じているように、本欄のメインシナリオはあくまで「過去 5 年にわたるドル高の修正」であり、その結果としての円高、ユーロ高である。ゆえに、最大のリスクは円安方向のリスクであるため、これに焦点をあてた点検を進める。現状はメインシナリオ通りの展開であり、大きなリスクは感じていない。だが、米経済の地力をどこまで見積もるべきかという論点は引き続き悩ましい。例えば FRB がハト派色を強めたことで株式市場が騰勢を強めている。資産効果が作用しやすい米家計部門にとってこれは侮れない追い風となるかもしれない。また、大統領選挙を前にトランプ米大統領が指をくわえて眼前の景気失速を見過ごすだろうか。財政以外にも、既に発動している各種制裁関税を取り下げて刺激を図るかもしれない。一方でイランと米国を巡る開戦リスクが意識されており、「双子の赤字」シナリオを背景にドル安・円高が進む逆サイドのリスクも高まっていることも見逃せない。

～大統領選前のトランプ政権の挙動は大きなリスク～

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「過去 5 年にわたるドル高の修正」であり、その結果としての円高、ユーロ高である。ゆえに、最大のリスクは円安方向のリスクであるため、これに焦点をあてたリスク点検を進める。主な

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、底打ちするISM、トランプ政権による経済政策	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	低～中 低
中国/欧州の再加速	GDPの加速	中

(資料)筆者作成

論点をまとめたものが表であり、前月から大きくは変わっていない。最も重要なリスクはやはり①であり、これが最重要かつもっともありそうな展開として本欄では要警戒している。失業率 1 つとってみても、移民流入を制限することで「実は現状の失業率(49 年ぶりの低水準)は低すぎるわけではない」といった見方も聞かれ始めており、そうであればこれから賃金が騰勢を強めてくる恐れがないわけではない。また、本稿執筆時点では実際そうなっているように、景気減速に対して FRB がハト派色を強めたことで株式市場が騰勢を強めている。とりわけ資産効果が作用しやすい米家計部門にとって侮れない追い風となってしまうかもしれない(筆者はそれ以前に労働市場が成熟化している以上、雇用減が顕現化し、株価上昇を阻むという展開をメインに考えている)。

なにより 2020 年 11 月には米大統領選挙がある。トランプ米大統領が指をくわえて眼前の景気失速を見過ごすだろうか。米議会の存在を踏まえれば拡張財政のハードルは低くないと思われるが、既に発動している各種制裁関税が順次取り下げられていく可能性はある。これは要するに①と②の

リスクが併発する展開である。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、米経済はそれを減税として受け止めるかもしれない。文字通りマッチポンプの謗りを免れないが、少なくとも直情的な反応を示しやすい金融市場にとっては十分に前向きな効果をもたらす可能性がある。為替市場のみならず金融市場は陰に陽に米経済の影響を受けざるを得ない以上、その好不調で展開がガラリと変わってしまいかねない。当然、米景気が思ったよりも強い足腰を見せてくれば、FRB の利下げも短命なものに終わるだろう。相変わらずこの点の読みづらさが最大のリスクと考えている。

～中国・欧州の顕著な復調を警戒～

なお、FRB の政策運営に小さくない影響を与えるという意味では⑤のリスクも注目である。要するに「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」である。元より今回の FRB による利下げはあくまで予防的措置であり、過去に遡れば「1998 年型の一時的な利下げ」と類似したものになるとの読みは多い。中国および欧州の復調が明確になってくれば、こうした説が一段と説得力を帯びるであろう。筆者も現時点ではリセッションを主因とする「長く・深い利下げ局面」というより、ソフトパッチを主因とする「短く・浅い利下げ局面」になるのではないかと考えているが、それでも予測期間中(1 年程度)に限れば利下げが続くのではないかと考えている。しかし、中国や欧州の立ち上がりが想定以上に顕著となった場合、年内 1～2 回の利下げで終了し、2020 年には再び利上げを展望という流れもあるかもしれない。これは円高シナリオにとって大きなリスクである。とりわけ欧州については過去 1 年が悪過ぎたという経緯もあり、今後は浮揚するしかないというのが実情である。市場(ひいては ECB)がこれを過度に楽観的に受け止め、FRB の利下げ軌道にも影響をもたらすようであると、想定外の円安に繋がりがかねない。

～遠ざかったブレグジット再投票～

前月まで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。このうち後者については可能性がかなり低くなっているように見える。英国の次期首相候補最右翼とされるボリス・ジョンソン前外相は自他ともに認める強硬離脱派であり、残留への一里塚とも見なされる 2 度目の国民投票からは最も遠い候補である。党首選に際して 6 月 22 日に行われたテレビ討論会でも、ジョンソン前外相は「合意があろうとなかろうと 10 月 31 日の離脱を実行する」という方針を確認している。ちなみにジョンソン前外相の対抗馬であるハント現外相も「10 月 31 日の時点で EU がより良い案を交渉する意思を示していなければ、離脱を実現しない政治的リスクは合意なき離脱の経済的リスクよりはるかに深刻」などと述べており、どちらが首相になろうと「合意なき離脱」を厭わないという路線が取られそうな状況である。もっとも、「そうは議会が許さない」という事態が想定されるため、再延期や国民投票というシナリオも簡単には排除すべきではないが、少なくともメイ政権時と比較すれば、対 EU における柔和路線は遠のいた状況と見受けられる。

では、「トランプ政権の保護主義撤退(≡「米中貿易戦争の完全解決」)」はどうか。本稿執筆時点では 6 月 29 日の首脳会談結果は分かっていないが、本欄では繰り返し論じているように、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たい。トランプ大統領は再選を睨み「中国の不正貿易に立ち向かう大統領」を演じたいはず

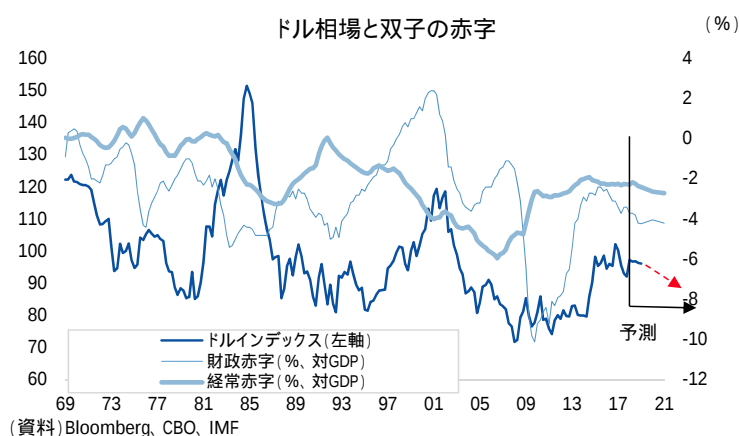
であり、中国に対しては「生かさず殺さず」の基本戦略を続けるだろう。恐らく6月の首脳会談でもその路線が確認されるに過ぎないと筆者は考えている。だが、今後1年を見通した場合、大統領選挙が視野に入ってくる。例えば来夏を過ぎたあたりに、それが本音はどうかさせておき、何らかのディールの成果を主張して手打ちとし、選挙戦に入るといことはあるかもしれない。上述したように、追加関税の撤廃が減税含みの期待を誘発する効果を見込めることからもあり得る展開である。

～本邦発の円安リスク:想像の枠外からの一手を警戒～

引き続き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、FRBがこれほどまでにハト派色を強めている以上、日銀に何らかの一手を期待する雰囲気は今後強まらざるを得ない。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。米金利とドルがはっきりと下落した直後に行われた6月会合は現状維持となったものの「海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」とリスクを指摘する強めの表現が加えられた。もはや日銀に有力な一手が残されているとは思えず、フォワードガイダンス修正でお茶を濁すくらいが関の山と思われるが、市場の大勢がそのように想定しているだけに「想定外の妙手」は市場に大きな変動をもたらす可能性がある。マイナス金利の深掘りとマイナス金利付き資金供給をセットで行う措置などは、100円割れの円高で初めて検討されるものだと考えられるが、意外にも先んじて動いてきた場合、ドル/円相場を底上げする助けにはなろう。変動為替相場の方向感は一時的に米国の通貨・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。

～戦争リスクは「双子の赤字」連想でドル安～

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広がっている。本欄ではむしろそちらの方が大きいと感じている。例えば目下、市場は米国とイランの開戦リスクを意識しており、原油価格が騰勢を強めている。その可能性は非常に低いと思われるが、経験則に照らせば戦争は「双子の赤字」に起因するドル安を招来するイベントと考えられるため(図)、円高リスクの1つとなる。また、上述したよう



に、ブレグジットは「合無き離脱」が既定路線になりつつある。これも円安より円高を想起させるイベントだろう。さらに米中協議が再び拗れた場合、ドル/人民元相場の「7.0」問題がまた浮上することが予想される。米国からの追加関税が続けば、これを相殺すべく円安誘導するという戦術は中国当

局にとってはごく自然な選択肢となるだろう。だが、過去の本欄¹でも詳しく議論したように、既に中国の経常収支は往時の黒字水準を維持できておらず、中国としても大仰な人民元安を引き起こすことはチャイナショックの再来に繋がりがねないため望むところではない。「ちょうど良い元安誘導」という微妙な匙加減に失敗した時、「7.0」を守れない地合いが想定され、市場に大きな変動がもたらされるかもしれない。未だ 2015 年 8 月の記憶を引きずる向きは多いだろう。

これら以外でも、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、細かな論点を挙げていけば枚挙に暇がない。予測期間中、過去最長の景気拡大の「歪(ひずみ)」はそこかしこに現れる可能性がある。政治・経済の現状と展望に照らし、「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のではないか。今回の米利下げ局面やそれに伴う円高が数年単位に亘る長期局面になるとは思えないものの、今後 1 年について米金利とドルの全面安を見込むという本欄の基本シナリオは引き続き据え置きで問題ないだろう。

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。

¹ 本欄 2019 年 5 月 20 日号『「1 ドル=7.00」の攻防再び』をご参照下さい。

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6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・資金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタルストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
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～
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度も利上げでせずに退任へ～)
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