

みずほマーケット・トピック(2019 年 7 月 30 日)

## 円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～

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。引き続き本欄のメインシナリオの骨子は「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。現状、見るべき論点は前月から全く変わっていない。米経済の堅調さがこのまま継続し、米金利もドルもさほど落ちないというリスクは来年が大統領選挙だということに鑑みれば、可能性が低いとは言えない。また、英国に目をやれば、7 月は強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が新首相へ就任した。言うまでもなく再国民投票からは最も遠い候補なのだが、9 月の英議会開会后、合意無き(ノーディール)離脱に突っ走ろうとするジョンソン首相を静止すべく議会在野が首相不信任に踏み切り、これが可決されてしまえば、秋にも解散総選挙というシナリオが浮上する。再国民投票を主張する労働党が多数派となった場合、一気に「再国民投票→円安」とのシナリオが復活することになる。総じて、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」という基本認識は変わらず。

～好調な米経済は続いてしまうのか～

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。繰り返し論じてきているように、本欄のメインシナリオの骨子は「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

### 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     | トランプ政権による経済政策(例えば関税撤廃)など | 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(追加関税の完全撤廃など) | 低   |
|  | ブレグジット方針の撤回   | 総選挙からの再国民投票              | 低～中 |
|  | 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

検が重要となる。主な論点をまとめたものが表であり、前月から全く変わっていない。最も重要なリスクが①であり、これが最重要かつもっともありそうな展開であることも不変だ。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、7 月、筆者は NY 出張において様々な現地企業の関係者と面会し、当地の様子を窺ったが、総じて完全雇用下での実体経済の堅調さを指摘する声が目立った(「人が採れない」という声が多々見られたのが印象的だった)。ここまで労働市場の拡大局面が長く続くと想定していた向きは FRB を含めても存在せず、今後も一段と改善を続けてしまう可能性が無い訳ではない。

さらに言えば、6 月以降そうなっているように、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がこうした資産価格の動きに駆動され息を吹き返すということはないだろうか。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が、そうなる前に消費が息を吹き返すこともあるかもしれない。また、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。自作自演(もしくはマッチポンプ)の誇りを免れない立ち回りだが、直情的な反応を示しやすい金融市場(特に為替市場)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。

いずれにせよ、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、その好不調で為替市場の動きも規定されてしまうだろう。当然、米景気が想定以上に粘り腰を見せてくれば、FRB の利下げも短命なものに終わる可能性がある。この際、米金利も上振れやすくなり、ドル/円相場も自ずとこれになびきやすくなるはずだ。この円安リスクが最も現実的且つ最大のリスクと考える。

### ～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。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ことになる。

前月の本欄で論じたように、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、今後は浮揚を期待する声も多い。本稿執筆時点ではドイツ製造業の回復が立ち遅れている影響から ECB が早期利下げに動くという観測が浮上していることから、現実的には「欧州の想定外の復活」よりも「欧州の想定外の失速」の方が懸念すべきものである。中国に関しても米中貿易摩擦の落としどころが全く見えなくなっているのが現状であり、こうした下で同国内での消費・投資が盛り上がる展開は期待が難しい。

しかし、裏を返せば、現状の金融市場は「中国と欧州が沈んだままであること」を前提に価格形成が行われている。この前提が崩れてくるような動きは全体のムードを変え得る(米金利やドルの上昇を招く)ものとして警戒すべきだろう。

### ～英解散総選挙ならば再投票シナリオが復活～

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7月、強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が新首相へ就任した。言うまでもなく再国民投票からは最も遠い候補なのだが、トップが替わっても議会構成が変わらない限りブレグジット交渉の先行きは本質的に何も変わらない。

仮に、9月の英議会開会後、合意無き(ノーディール)離脱に突っ走ろうとするジョンソン首相を静止すべく議会が首相不信任に踏み切り、これが可決されてしまうようなことがあれば、秋にも解散総選挙というシナリオが浮上する。再国民投票を主張する労働党が多数派として終わった場合、一気に「再国民投票→円安」とのシナリオが復活してしまう。現状の世論調査では保守党も労働党も単独過半数を取れる見込みはないが、保守党はブレグジット党と票の取り合いで勢力を落とすとの見方が強く、労働党が漁夫の利を得る展開が視野に入る。この場合は「再投票の末、離脱方針撤回またはソフトブレグジット方針への明確な転換」を市場が織り込む中で円安に振れることになるだろう(但し、欧州委員会の新執行部が10月31日を越えて交渉に応じるということが前提である)。

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。相変わらず交渉は平行線を辿っており、早晚完全な合意に至る雰囲気は感じられない。それどころか米国内では野党となる民主党やトランプ大統領の主な支持層である労働組合がトランプ大統領本人以上に対中強硬色を強めているとの評も見られている。かかる状況下、「よきところで妥協して交渉の果実を得る」というトランプ交渉術が使えず、中国に対して突っぱね続けるしかないという悲劇が続いてしまう可能性が視野に入る。もちろん、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」の基本戦略を続けたいと思われる。だが、もはや大統領の一存では米中貿易戦争を止められなくなっているという実情があるとなれば、事態がオーバーシュートするリスクの方が心配したいところだ。

上述したように、停滞色が強まる国内外の経済情勢に鑑み、トランプ大統領としては自身の裁量において実体経済のプラスとなるような手は極力打ちたいという気持ちもあると思われる。仮に、中国に対して課してきた一連の制裁関税を撤廃することになれば、それは名実ともに世界経済の足枷を外すことに繋がり、ドルや米金利を押し上げることになることが予想されるだろう。

### ～本邦初の円安要因は引き続き乏しい～

なお、本邦発の要因で気を配るべき円安要因はあるのか。引き続き、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だろうが、基本的にその効力に期待を寄せるべきではない。FRB や ECB の動きに日銀は追随するのだろうが、「過去5年のドル高の修正」という大きな流れを覆せるだけの大きな一手は、リスクシナリオという範疇においても合理的に予想できる選択肢は殆どない。もっとも、市場の大勢がそのように想定しているからこそ「想定外の妙手」が大きな変動をもたらすという考え方はある。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るのかもしれない。ただ、基本的には「リスクシナリオの中のリスクシナリオ」といった程度の位置づけであり、日銀がドル高という流れを一転させるほどの力は持てないと思われる。

## ～「円高リスク>円安リスク」の状況は不変～

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おり、筆者は引き続きそちらの方が大きいと感じている。例えば 6 月から不安視される米国とイランの開戦リスクは将来的な「双子の赤字」を通じてドル安を招来するイベントだろう。これは円高リスクの 1 つとなる。また、上述したように、ジョンソン政権の下でのブレグジット交渉は「合無き離脱」が基本シナリオになりつつある。これも円高を招く動きだろう。

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、これを相殺すべく元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。過去の本欄で繰り返し論じてきたように、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か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。2015 年 8 月の記憶を引きずる向きも少なくない中、これもリスクオフの円買いを加速させる一因になりかねない。また、加速すると見られたタイミングでさらに失速しているドイツ経済がけん引するユーロ圏は果たしてリセッションを回避できるのだろうか。少なくとも ECB はここに不安を覚え、緩和姿勢を強化したことで 9 月利下げという市場期待を背負うまでに至っている。ドイツがリセッションという話になれば、欧州からの円高圧力は軽視できないものになり得る。

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、細かな論点を挙げれば枚挙に暇がない。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。上述の通り、今回の「予防的利下げ」が 1998 年時のように 2～3 回程度の利下げで収束するならば、数年単位に亘る円高局面になるとは思えない。だが、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変える必要が無いだろう。

市場営業部  
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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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7月29日 | ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～                      |
| 2019年7月26日 | 週末版                                        |
| 2019年7月25日 | リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～                   |
| 2019年7月24日 | 「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」                  |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)                |
| 2019年7月22日 | ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～                 |
| 2019年7月19日 | 週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)  |
| 2019年7月18日 | 本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？                       |
| 2019年7月17日 | 欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方                      |
| 2019年7月16日 | 株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀                   |
| 2019年7月12日 | 週末版                                        |
| 2019年7月5日  | 週末版                                        |
| 2019年7月3日  | ラガルドECB総裁就任の読み方                            |
| 2019年7月2日  | 日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～                      |
| 2019年7月1日  | 大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～              |
| 2019年6月28日 | 週末版                                        |
| 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～                   |
| 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・賃金情勢～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  | 次のカタリ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～                   |