みずほマーケット・トピック(2019年8月27日)

円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～

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。円高シナリオを掲げる本欄にとって警戒すべきは円安リスクとなる。大統領選挙を1年後に控えるトランプ政権が現状の停滞に対して何らかの一手を打ってくる展開はやはり注視したい。実際、8月に入りトランプ大統領は追加減税を検討していることを明らかにした。米議会がトランプ減税第二弾を認めるかどうかは不透明だが、2018年の米経済が拡張財政を背景に想定以上の堅調さを維持し、年4回の利上げに至ったことは忘れてはならない。財政に訴えかけることができなくとも、大統領権限の下で乱発された追加関税が順次取り下げられていく可能性も刺激策と見なされ得る論点である。とりわけ直情的な為替市場はそれを減税として好感するだろう。全体的に円高リスクの方が大きそうな状況は不変だが、トランプ政権の景気浮揚策は大きなノイズとして目が離せない。

～トランプ減税第二弾は実現するのか？～

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

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	トランプ政権による経済政策(例えば関税撤廃、減税)など	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(追加関税の完全撤廃など)	低
③	ブレグジット方針の撤回	総選挙からの再国民投票	低～中
④	日銀の追加緩和	マイナス金利深掘り	低
⑤	中国/欧州の再加速	GDPの加速	低～中

(資料)筆者作成

あてたリスク点検が重要となる。主な論点をまとめたものが表だが、前月から基本的に変わっていない。引き続き最も重要なリスクは①である。実際、8月20日にトランプ米大統領は景気を下支えするため追加減税を検討していることを明らかにしている。具体的には給与税や株式譲渡益課税の減税案が示唆されているが、既に大型減税を実施したばかりであることを考えると、米議会がすんなりトランプ減税第二弾を認めるかどうかは不透明と言わざるを得ない。とはいえ、円高シナリオを見込む本欄からすれば、2018年の米経済が拡張財政を背景に想定以上の堅調さを維持した記憶がよぎる。だからこそFRBも年4回の利上げができたし、米金利もドルも上昇したという経緯があった。2020年11月の大統領選挙を前に同様の展開が再現されるのだとしたら本欄のメインシナリオにとっては大きなリスクである。関連する論点として②も注視しなければならない。米議会との折衝が必要になる減税などの財政刺激策と異なり、追加関税は大統領権限の下で乱発されている。裏を返せば大統領権限で順次取り下げられていく可能性もあり、これ自体も刺激策と見なされ得るものだろう。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、金融市場(とりわけ直情的な為替市場)は

それを減税として好感するかもしれない。自作自演(もしくはマッチポンプ)以外何物でもないのだが、金融市場のセンチメントを浮揚させる策としては十二分な効果が期待できるだろう。

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る。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かつ最大のリスクと考える。

～欧州、中国復活は同時に～

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中国や欧州の経済・金融情勢も重要であり、この点は⑤のリスクに配慮する必要がある。厳密には「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」とでも言うべきだろうか。現状のFRBと政治(≡トランプ大統領)の関係性を踏まえれば、もはやこの可能性は極めて低いと考えられるものの、中国の減税効果がこれから顕現化し、元安の効果も相まって来れば中国経済が今後1年のうちに世界経済のセンチメントを変える展開も否定されるものではないだろう(ただ、そうなるためには②で上述したようなトランプ政権の態度軟化も必要なりそうだが)。一方、ドイツ、イタリアといった域内をけん引すべき大国がリセッションの間際に立たされる中、1年以内のユーロ圏経済の底打ちを期待するのはかなり無理筋である。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中でECBが利下げと量的緩和の双方を同時に強いられるという観測が浮上しており、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」の方を懸念すべきである。しかしながら、中国が復活する時にはドイツの輸出を通じてユーロ圏経済も復帰しやすいという視点は非常に重要である。そうなれば世界の経済・金融情勢を巡るムードは一転しかねない。

欧州絡みで言えば、英国のEU離脱(ブレグジット)を巡る混沌とした状況は殆ど何も変わっていない。ジョンソン新政権が合意なき離脱に突っ走ろうとしている中、これを静止すべく議会在首相不信任に踏み切り、可決に至るような展開は引き続き否めないものだろう。その際は秋にも総選挙というシナリオを想定せねばならない。結果、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ことになる。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ろう。これが③のリスクであり、現時点で可能性がゼロとは言えない論点だ。

～リスクシナリオと言えども日銀主導の円高抑止は困難～

世界経済減速の下で円高圧力が強まる中、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はできない。緩和を志向するFRBやECBの動きに日銀は追随せざるを得ないが、元より緩和余地が尽きつつある中、「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、リスクシナリオと言えども、繰り出すことが困難である。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完全には捨て切れない。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。

～円高リスクは多く、予想が容易～

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圧倒的に大きいと感じている。例えば 7 月以降、米国によるドル売り為替介入について観測が出ては消えている。基本的にはあり得ない話だと思われる(思いたい)が、円高は進んでも実効ベースでのドル高が解消されない以上、トランプ政権が痺れを切らして踏み込んでくる展開がないとは言えない。むしろ、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である。

なお、前月の本欄では「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。＜中略＞『7.0』を守れない地合いが想定され、市場に大きな変動をもたらされるかもしれない」と米中貿易問題に伴う元安が市場混乱の材料になると指摘した。周知の通り、こうした不安は 8 月初頭から現実化した。昨日の本欄でも議論したように、今後は同様の流れの中で 1ドル=7.5 元や 8.0 元といった節目が視野に入る展開を警戒すべきなのだろう。また、同じく前月の本欄では「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＜中略＞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」とも述べた。これも 8 月に騒がれた論点であり、ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が 8 月月報において同国がテクニカル・リセッションに陥る可能性を指摘している。円安リスクと比較すれば、円高リスクは多く、また予想が容易なものが多いように感じられる。

これら以外でも、細かな論点を挙げれば枚挙に暇がない。戦後最悪とも言われる日韓関係やこれに乗じた北朝鮮の挑発的な行為も円高を招来する材料と考えられる。米国が過去最長の景気拡大に至っている以上、その「歪(ひずみ)」はそこかしこに現れる可能性があるはずだ。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、異論を持つ向きは少ないだろう。もちろん、今回の米利下げが 1998 年時のように 2～3 回程度の「保険的」な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。しかし、もはや利下げの理由としての「保険的」というフレーズは 7 月の議長会見が炎上したことを受けタブーになった感すら覚える。先鋭化するトランプ政権の保護主義は「景気悪化→利下げ」の必要性を日増しに高めており、現状が続く限り、ドル/円相場が反転するという絵は描きにくい。今後 1 年で 100 円割れを臨む展開を視野に入れてきた本欄の基本シナリオは継続である。

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

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8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
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～
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	リフラと金融政策～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當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	米が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	プレジデント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	プレジデント情勢を巡る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