

みずほマーケット・トピック(2019 年 9 月 26 日)

円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～

毎月末同様、メインシナリオに対するリスク点検を行う。変わらず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。昨日の本欄でも議論したように、実効ベースで見たドル高がむしろ加速している中、この見通しを今変える必要性は感じられない。では、逆方向(円安方向)に向かうリスクとしては何が考えられるか。現実的にはトランプ政権が再び大規模な財政出動に乗り出し、景気循環が延命、米金利もドルも上昇するという展開が警戒される。9 月には米政府が 2020 年に超長期債の発行を視野に入れているとの報道もあったことを思い返したい。また、中国も欧州(ドイツ)も財政出動の構えを見せている。現状の世界経済の足枷である両地域が浮揚してくれば、金融市場のムードも大きく変わりかねず、FRB のタカ派化を招く恐れもある。このように考えると、米国も中国も欧州(ドイツ)も財政政策が契機となり想定外の改善を見せるというアップサイドのリスクが目につく。

～超長期債の発行と米財政出動～

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。変わらず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。昨日の本欄でも実効ベースで見たドル相場の騰勢が続き過ぎていることを議論した。こうした基本認識の下、最大のリスクは円安方向のリスクとなるため、これに焦点を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であり、これを読む上での情報は交錯している。9 月 11 日、トランプ米大統領はツイッター上で FRB の利下げによって金利負担を押し下げ、「借入期間をかなり長くすることができる」と述べた。こ

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

の翌日(12 日)、ムニューシン米財務長官が、米 CNBC のインタビューで 50 年物国債について「来年(2020 年)の発行をとて真剣に考えている」と述べている。なお、ムニューシン財務長官は「50 年債の発行が成功すれば、100 年債も検討」とまで語っており、将来的な財政出動を見据えた資金調達に旺盛な意欲を示している。2020 年にも 50 年債が発行されるのだとすれば、これに付随する(選挙を意識した)財政出動にも当然警戒を要する。仮に米議会との折衝が必要になる減税などの財政刺激策が難しいとすれば、大統領権限の下で乱発されている追加関税が順次取り下げられていくような展開も注視したい。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、金融市場(とりわけ為替

市場)はそれを減税として好感する可能性が相当高い。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。

また、年初来の金融市場が米中貿易戦争の趨勢に振らされてきたことを思えば②も当然気にはなる。政治的駆け引きの要素が大きく合理的に予想が形成できるようなものではないが、これは 9 月下旬に動意づきはじめたトランプ大統領に対する弾劾手続き(いわゆるウクライナゲート問題)の行方に依存するだろう。本当に弾劾手続きがスタートすると、トランプ政権の時間と体力の多くがそちらに割かれることになることが予想される。本稿執筆時点では何とも言いがたい状態ではあるが、直ぐに中国との妥協を図れるような雰囲気とは言えないように思われる。

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ず、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り、実際 9 月 FOMC でもこのシナリオが示されている。本当にそうなるのであれば、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。円高シナリオにとって最も現実的かつ最大のリスクと考えられるだろう。

～中国・欧州という足枷が外れる時～

FRB の政策運営に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、この点が⑤のリスクとなる。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この可能性は決して高くないが、9 月に示されたドットチャートでは 2020 年の利上げ復帰を見込むメンバーが半分近くに及んでいるだけに、海外経済の浮揚に合わせて FRB がタカ派色を強めることは十分に考えられる。減税効果がこれから顕現化し、ここもとの元安が効果を発揮してくれば、中国経済の底打ちと共に世界経済のセンチメントが改善してくる展開はあり得る。

中国が立ち直りを見せてくれば、リセッションの淵にあるドイツを始めユーロ圏も復調の見通しが立つだろう。苦境にあるドイツがいよいよ財政出動に踏み切る兆候もあり、中国との立ち直りも相まって V 字回復を果たすかもしれない。だが、本稿執筆時点ではドイツ製造業の立ち直りが予想以上に遅れており、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情勢にある。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」の方を懸念すべき局面だ。しかし、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調しやすいという視点は非常に重要である。今年になってから不安視されている世界経済の減速は中国や欧州の不調が足枷となっていることを衆目の一致するところであり、両地域の復調はそのまま国際金融市場のムードを一変させる可能性がある。これが⑤にまつわる円安リスクである。なお、米国も中国も欧州(ドイツ)も財政政策が契機となり想定外の改善を見せるというアップサイドのリスクが目につく。

～禁忌とされたマイナス金利深掘りは日本でも？～

国際機関の見通しなどが示すように、今後 1 年について言えば、世界経済は減速が続くというのが基本シナリオである。かかる状況下、かつてほどではないにせよ、円高圧力は慢性的に強いと考えられるが、これを跳ね返すだけの一手を日銀に期待するのは引き続き困難と考えられる。とはいえ、円高となれば「何もしない」というわけにはいかず、緩和を志向する FRB や ECB の動きに日銀

も追随せざるを得ない。その効果を期待する向きは多くないが、過去の本欄¹で論じたように、欧州を中心として「準備預金に階層化システムを導入すればマイナス金利は深掘りが可能」という機運が強まってきていることは気にしたい。半ばそれが禁忌とされたはずの日本でも再考の上、決断される可能性は否定できない。市場の大勢が「何をやっても大きな効果は期待できない」と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シナリオは捨て切れない。例えば、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なるのかもしれない。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だが、頭の片隅には置きたいところだ。

～米国の早期利上げ復帰は非現実的～

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。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おり、実効ベースでのドル高が全く払拭されない以上、トランプ政権が痺れを切らして踏み込んでくる展開はやはり否定できない²。また、9 月下旬に入りトランプ大統領の弾劾手続きが動き出しており、これもリスク回避ムードの強まりと共に円買いを招く材料かと思われる。なお、9 月の FOMC では半数近くのメンバーが 2020 年の利上げ軌道への復帰を予見しているようだが、このような思いが実現するとは筆者は思わない。2018 年から 2019 年がそうであったように、再び悲観に引き戻される中で政策金利の予想パスが弱気に振れ、市場の変動を引き起こすのではないかと。少なくとも米国の雇用・賃金市場が成熟化している以上、直ぐに利上げに復帰するというシナリオは現実的ではないというのが筆者の基本認識である。

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と考えた方が良く、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。トランプ政権のアイデンティティでもある先鋭的な保護主義が米国内外を不安定化させるという状況は今後 1 年も続くと思われる。そうした状況ではドルも米金利も下がり、ドル/円相場も軟化しやすいのではないだろうか。予測期間中に 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。

¹ 本欄 2019 年 9 月 24 日号『「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策』をご参照下さい。

² 本欄 2019 年 9 月 2 日号『消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～』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9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
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～
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)
	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月19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るならば・・・～)
2019年6月14日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月13日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月12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11日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月10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7日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月6日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月5日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月4日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年6月3日	週末版
2019年5月31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29日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月28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27日	週末版
2019年5月24日	プレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月23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22日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月21日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月20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17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15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14日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月13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10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9日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年5月7日	週末版
2019年4月26日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月24日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月23日	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～