

みずほマーケット・トピック(2019年10月29日)

## 円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～

毎月通り、メインシナリオに対するリスク点検を行う。論点は前月から不変だ。10月に発表されたIMF見通しでは引き続き世界経済の不調が続くとの見通しが示された。報告書の副題「Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers」にも表れているように、米中貿易戦争にまつわる不透明感が製造業の景況感のみならず実体経済活動を下押しするという状況は簡単に収束する気配が無い。かかる状況下、各国・地域で財政政策の必要性を求める声は必然的に強まりやすい局面が続くと予想される。拡張財政路線に応じて米経済が加速するリスクは円安を招きかねない。また、中国や欧州といった現在の世界経済の足枷となっているエリアが復調してくる展開も警戒され、これを捉えてFRBが利上げ復帰という誤った政策対応をする展開も警戒したい。また、米国と中国に至っては経済の不調が続くほど、貿易戦争を手打ちに向かわせるインセンティブが働くことも見逃せない。10月部分合意はその一里塚だったという可能性もある。

### ～不調な世界と財政出動～

毎月通り、メインシナリオに対するリスク点検を行いたい。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。過去の本欄でも論じたように、10月、ドル相場は全面安が進んでいるが、これが円高に繋がる動きは見られていない。ひとえに欧州の政治・経済情勢が混沌としており、ドル売りの「受け皿」として力を発揮できていない面が大きいと考えられる。だが、来年にかけてはドイツの財政出動も期待される中、さすがにユーロ圏の実体経済も底打ちが期待できるというのが筆者の基本認識である。こうした認識の下、本欄にとっての最大のリスクは引き続き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を行う。

主な論点をまとめたものが右表だが、前月から不変である。10月に発表されたIMF世界経済見通しは引き続き世界経済の不調が続くとの見通しを示した。報告書の副題「Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers」にも表れているように(次頁表)、米中貿易戦争にまつわる不透明感が製造業の景況感のみならず実体

#### 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

経済活動を下押しするという状況は簡単に収束する気配が無い。かかる状況下、各国・地域で財政政策の必要性を求める声は必然的に強まりやすい局面が続くと予想される。これに絡んで、やはり最も重要なリスクはやはり①だ。9月、トランプ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、その後にムニューシン米財務

長官が、2020 年における 50 年物国債のについて「とても真剣に考えている」と述べるがあった。ムニューシン米財務長官は「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だろう。実際、10 月の IMF・世銀年次総会の機会に合わせてムニュー

IMF世界経済見通しの「副題」の変遷

	副題	景況感
17年1月	A Shifting Global Economic Landscape (移行行く世界経済の展望)	△～○
17年4月	Gaining Momentum? (勢いを得つつあるのか)	○
17年7月	A Firming Recovery (底堅さを増す回復)	○
17年10月	Seeking Sustainable Growth: Short-Term Recovery, Long-Term Challenges (持続可能な成長を求めて: 短期的な回復、長期的な課題)	○
18年1月	Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead (より明るい見通し、楽観的な市場、待ち受ける課題)	○～△
18年4月	Cyclical Upswing, Structural Change (循環的な回復、構造的な変化)	○～△
18年7月	Less Even Expansion, Rising Trade Tensions (まだらな成長と高まる貿易摩擦)	○～△
18年10月	Challenges to Steady Growth (堅調な成長への課題)	△～×
19年1月	A Weakening Global Expansion (成長の力強さを失う世界経済)	△～×
19年4月	Growth Slowdown, Precarious Recovery (減速する成長、不確かな回復)	×
19年7月	Still Sluggish Global Growth (低迷を続ける世界経済)	×
19年10月	Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers (世界的な製造業の下降、高まる貿易障壁)	×

(資料) IMF

シン財務長官は中国やドイツなど主要国の成長減速が想定より長期化、深刻化する可能性があることを懸念した上で、金融政策への過度な依存を避け、拡張的な財政政策を動員することで、景気を下支えする重要性を訴えている。今後 1 年で減税も含めた拡張財政路線に踏み込んでくる可能性は意識せざるを得ない。

問題は米議会を通るのかだ。真っ当に考えれば抵抗が予想されるが、大統領選挙を前に民主党も景気減速の責を負いたくないという面はあろう。最終的には拡張的な財政政策に落ち着く可能性は残る。また、仮にそれが難航しても大統領権限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考えられる。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高い。自作自演(もしくはマッチポンプ)以外何物でもないが、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。

～米中貿易戦争の解決という円安リスク～

今年の金融市場(とりわけ株式市場)は結局、米中貿易戦争の趨勢で殆どが説明できる動きが続いてきた。IMF の世界経済予測などもほぼ貿易戦争の先行きに焦点を当てた上で予測を策定している。このトピックがどちらに転ぶかで機運が全く変わってしまうのが実情だ。とすれば、当然、②の論点は気にせざるを得ない。所詮は政治的駆け引きの要素が殆どである本論点について、合理的な予想形成は難しい。しかし、10 月に部分合意に至った背景には米中両国の景気に失速懸念が強まっており、「争っている場合ではない」というお家事情からの一時停戦という色合いが濃そうである。今後、両国経済の浮揚が立ち遅れるほど、米中貿易戦争を争点化させたくないという両国の思惑は強まると推測され、制裁関税の完全撤廃という想定外のアップサイドシナリオもないわけではない。もちろん、中国の国営企業に対する産業補助金の見直しなど合意が難しいと言われていた論点は棚上げにされたままであり、その着地も見えにくいことから、完全撤廃は基本的にメインシナリオにはならないが、米国の景気拡大が途切れ、中国の成長率が 6%割れとなるような事態になった場合も貿易摩擦を続けるほど両国は愚かではあるまい。既に今回の部分合意の一環として米財務省が 8 月に行った為替操作国認定を取り下げることが検討されているというが、このよ

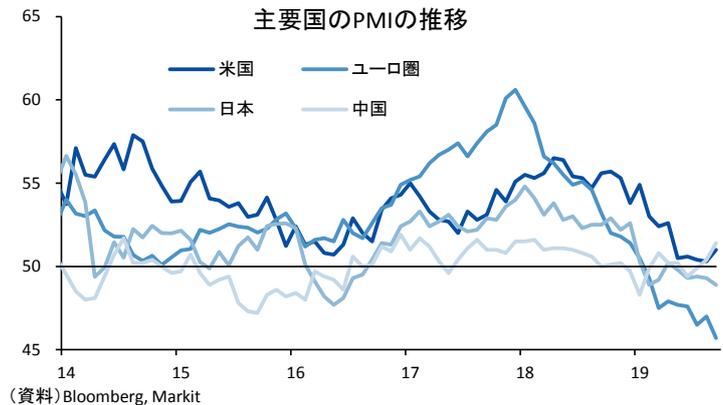
うな雪解けに向けた象徴的なヘッドラインが為替市場にもたらす円売り圧力は侮れないものがあり、円高シナリオにとってはノイズと言わざるを得ない。

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、現在 FOMC から提示されているドットチャート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は非常に大きなリスクと考えられる。

### ～中国・欧州という足枷がなくなるリスク～

なお、政治的な材料としての米中貿易戦争が今年の世界経済の足を引っ張っているのは間違いないが、国別に言えば、中国とユーロ圏(とりわけドイツ)の減速が世界全体を押し下げ、FRB の政策運営もこの趨勢に大きな影響を受けている現状がある。この点のリスクに配慮するのが⑤の円安リスクだ。為替見通しに照らせば、「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」というのが正確だろうか。FRB が政治(≒トランプ大統領)に圧迫されている現状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展開がないとは言えない。

中国の減税効果がこれから顕現化したり、今年に入ってから元安が効果を発揮してくる可能性もある。ドイツについても漸く財政出動に対して重い腰を上げるという報道も見られている。中国やユーロ圏経済の底打ちが図られれば、世界経済はセンチメントから否応なしに改善してくるはずであり、実際、9 月製造業 PMI を見ると中国は一旦悪化が止まっている(図)。本当にこのまま持ち直すかどうか



は全く予断を許さないが、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。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。

### ～ブレグジット交渉と日銀にまつわる円安リスク～

本稿執筆時点では③や④に係るリスクは何とも言えないので多くを論じるのは控える。しかし、③についてはジョンソン英首相から 12 月 12 日の総選挙が提案されている。その実現性や実現したとしてもその勝敗予想については現時点では何とも言えないが、いよいよ議会構成が変わるとなれば、2017 年以降、全く進んでこなかったブレグジット情勢に何らかの進展が見られるはずである。現状、再投票を主張する野党・労働党に勝算があるとは思えないものの、仮にそうなった場合は大きな円安シナリオになろう。なお、日銀に関しては引き続き、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のは間違いない。前月の本欄でも論じたように欧州を発端として「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だけに、その実質的な影響は脇に置いた上でマイナス金利を深掘りするという行為が出てくることは否定できない。看板だけでもマイナス金利の深掘りが進めば円を売る動きには勢いが出てくる可能性はある。そのような決定がなされるとしても基本的には 100 円割れの円高が必要と考えられるが、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可能性はある。金融システムへのダメージが懸念される中、可能性はかなり低く、しかも実際に引き下げた場合は「リスクオフで円高になる」という声もあるのだが、「想定外の日銀緩和で円安」は頭の片隅には置きたいリスクではある。

### ～欧州や中国の復調が噛み合う怖さ～

以上が本欄で警戒する円安リスクだが、当然リスクは円高方向にもある。本欄では詳述しないものの、筆者は引き続きそちらの方が大きいと感じている。しかし、9 月 FOMC で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ことを考えると、中国やユーロ圏の復調がうまく噛み合ってくれば伸び切った米国経済の景気循環に配慮せずに利上げという誤った判断が下される恐れはある。米国、中国、欧州が拡張財政路線を検討している以上、このような展開は懸念する価値があるものだと筆者は考えている。

もともと、一時的に景況感が改善したとしても、米国の労働市場が完全雇用を概ね達成しており、ここからの改善幅が大きいことは明らかだ。利上げに転じたとしても、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、不要な市場変動を引き起こす恐れが大きいと考える。予測期間中において「利上げに復帰する」というようなことがあった場合、それは本欄にとって極めて大きな円安リスクだが、現実的な話とは考えられない。米国が過去最長の景気拡大を更新し続け、失業率がいよいよ 3.5% まで下がる中、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い。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」という指摘に異論を持つ向きは引き続き少ないだろう。

トランプ政権の先鋭的な保護主義は元より、既に伸び切ってしまう米経済の成長余地を踏まえれば、今後 1 年については米金利もドルもダウンサイドの方が大きく、ドル/円相場も軟化しやすいとするのがやはり無難な想定と思える。円高方向への感応度は対外純資産構造の変化などに応じて薄れており予測期間中の「水準感」として 100 円割れを臨む展開が実現するかは微妙な線だが、「方向感」として円高・ドル安を見込む本欄の基本シナリオを変える必要はあるまい。

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10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
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～
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～ボンド/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、捨てる日銀と捨てる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)
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「フォワードレッキング」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	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22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)