

みずほマーケット・トピック(2019年11月26日)

円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～

毎月通り、メインシナリオに対するリスク点検を行う。2019年は、ドル/円というペアに限れば、本欄の想定よりも抑制されてはいたものの、円高・ドル安が進んだ。筆者はこのような流れが2020年も続くと考えている。しかし、既にPMIやISM景気指数に表れるように現状が「底」に近いことを感じさせるのも事実である。企業マインドがはっきりと悪化したにもかかわらずドル/円相場が下値を攻め切れなかったことの「ツケ」が2020年に回ってくる可能性は検討に値するものだ。個別論点で言えば、やはり米中貿易戦争が妙な楽観ムードを作り出す可能性は警戒したい。トランプ大統領は中国が抱える領土や人権といった争点に本質的関心はないと思われ、「ディールを成立させて成果を強調する」ということに尽くす雰囲気がある。とすれば、急転直下、完全合意を演出する展開がないとは言えず、これはかなり大きな円安リスクである。

～依然拭えない完全合意シナリオ～

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。本欄では引き続き2014年6月以降続いているドル高相場が未だ調整を迎えていないことに違和感を覚えている。常々論じてきたように2019年は「FRBは利下げに転じ、米金利が低下する」という年になったが、ドルの絶対金利水準の高さなどが好感されたせいか、殆どドル売りが進むことはなかった。とはいえ、ドル/円というペアに限れば、本欄の想定よりも抑制されてはいたものの、円高・ドル安が進んだことも事実であり、筆者はこのような流れが2020年も続く公算は大きいとは思っている。

しかし、既にPMIやISM景気指数に表れるように現状が「底」に近いことを感じさせるのも事実である。例えば、今年はISM製造業景気指数やPMI製造業景気指数が急激かつ大幅に悪化し、これに応じて米金利も低下したが、ドル/円相場は下値を攻め切れなかった。2020年は特に何もなくても「指数の改善とともに米金利が上昇、これに付随してドル/円相場が押し上げられる」ということが起こりやすい地合いと見受けられる。資産価格の反応は対称的とは限らないので、指数悪化時に下落しなかったドル/円相場も指数改善時には上昇でついてくる可能性は否めない。

そうした地合いをさらに焚き付けるものがあるとなれば何があるのか、という視点で今後のリスクを考察する必要がある。やはり①や②の論点は気にせざるを得まい。前者について言えば、新たな財政出動が米議会を通るのかという点が注目されるが、大統領選挙を前に野党である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

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

最終的に拡張的な財政政策に落ち着く可能性はやはり残る。米金利低下やドル安に賭けるシナリオにとっては逆風の論点であろう。また、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。トランプ政権による施策が外生的に米経済を押し上げる可能性は要警戒である。

片や、②に関し、もはや多くを論じるつもりはないが、11月に入ってから米中貿易交渉の部分合意への期待だけでドル/円相場を押し上げている状況がある。とすれば、「万が一、完全解決に至るようなことがあった場合は・・・」というリスクはやはり気掛かりである。トランプ大統領は典型的な対中強硬派の政治家と異なり、中国が抱える領土や人権といった争点に本質的関心はないと思われ、「ディールを成立させて成果を強調する」ということに尽くすだろう。とすれば、急転直下、完全合意に転じる(もしくはそれを演出する)展開がないとは言えまい。かなり大きな円安リスクである。

～ドイツは産業界が財政出動を要請する事態に～

米国から目を離した場合、2019年は中国とユーロ圏(とりわけドイツ)の減速が世界経済を押し下げ、FRBの政策運営もこの趨勢に影響を受けたという経緯があった。この逆の動きを憂慮するのが⑤の円安リスクである。敢えて米国に絡めて言い換えれば、「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付けるリスク」である。政治(≡トランプ大統領)に圧迫されており、しかも大統領選挙の年であるということ踏まえれば、2020年にFRBが利上げ転換する可能性は高くないが、既に利下げ停止のシナリオが市場期待としてしっかり埋め込まれていることを思えば、中国や欧州の改善に引きずられてFRBが気を大きくする可能性も否めない。

例えばドイツについては相変わらず大型の財政出動に及び腰であるという報道が見られているものの、11月にはドイツ産業連盟(BDI)とドイツ労働総同盟(DGB)が異例の共同声明を発表し、連邦予算の優先事項を考え直し、公共投資を大幅に拡大するよう政府に要求するという異例の動きも報じられた。中国やユーロ圏の底打ちが実現すれば、世界経済には薄日が差してくるだろう。もちろん、現状でそこまでのシナリオを織り込むだけの材料は乏しいが、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持ちたい。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もある。これが⑤にまつわる円安リスクである。

～日銀については円高リスクの方が強し～

本稿執筆時点でブレグジット(③)について多くを語るべきではない。既報の通り、12月12日に総選挙が提案されているものの、現在明らかになっている世論調査の動向に照らせば、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。仮にそうなった(労働党が勝利した)場合は大きな円安が引き起こされそうだが、現実的とは思えない展開である。また、日銀の金融政策運営(④)に関しても、もはや語るべきことは多くない。敢えて日銀に関して新味のある話を想定するとしたら、スウェーデン中銀(リクスバンク)がマイナス金利の解除を検討しているという観測の影響をどう考えるかであろう。今後、このような動きがECBを含めた欧州全域に広がって来るかどうかは注目したいところだ。リクスバンクは資産バブル生成と金融システムへの負荷といった2点から懸念を強めてい

るようだが、これはマイナス金利を採用する国全てに共通する争点である。このような正常化の動きが欧州を越えて日銀まで波及してくるかは興味深いところだが、こうした動き自体は「円金利上昇→円買い」を誘発する円高リスクであって、円安リスクとは対照的なものである。敢えて円安リスクとしての論点を見出すとすれば、これとは逆のマイナス金利深掘りの可能性を考察する必要があるが、リクスバンクの動きなどを踏まえれば、もはやこれを想定する世相ではない。1ドル 100 円割れの円高などに至らない限り、これをけん制するためのマイナス金利深掘りは考えづらい。

～「ツケ」が怖い 2020 年～

以上が本欄で警戒する円安リスクである。上述したように、企業マインドがはっきりと悪化したにもかかわらずドル/円相場が下値を攻め切れなかったことの「ツケ」は 2020 年に回ってくる可能性が高いというのが円高派として最も警戒すべき論点である。もちろん、企業マインドが急改善に至るだけの環境があるとは思わないが、例えば ISM 製造業景気指数で言えば、1 年で 10 ポイント近く落ちたものが、ここからさらに同じ幅だけ悪化することは考えにくく、自律反発を期待する局面に入っていると言える。もちろん、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いることを思えば、ここからの改善幅が大きいとは思わない。だが、元来、正常化バイアスの強い中央銀行の気質を思えば、一時的な経済・金融環境の背景に利上げへ踏み込むリスクはある。可能性は高くないが、本欄にとっては警戒すべき円安リスクである。

米国が過去最長の景気拡大を更新し続け、失業率が半世紀ぶりの低水準にまで下がる中、真っ当に考えればファンダメンタルズは今後少しずつ動揺を見せるはずである。政治・経済の現状と展望に照らし、「どちらかと言えば、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。既に伸び切ってしまう米経済の成長余地を踏まえれば、米金利もドルもダウンサイドの方を大きく見込むのはごく自然な想定である。円高方向への感応度は対外純資産構造の変化などを背景に予測期間中の「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」として円高を見込む本欄の基本シナリオは不変で問題あるまい。2019 年も「思ったよりも『水準』が円高にならなかった」のは事実によ、結局は円高という『方向』が正しかったことを思い返したい。

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

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11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
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?～
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」～ラウテンシュレーガー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との関係～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」～対抗措置としての円安～
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