

みずほマーケット・トピック(2020年1月29日)

メインシナリオに関するリスク点検

毎月通り、リスクシナリオに係る論点の整理を行いたい。筆者の想定する6つのリスクに関し、前月から大きな変更はない。敢えて言えば、中国発の新型肺炎の感染拡大がどの程度の期間継続するのかという新たな論点が円高リスクとして浮上していることは気掛かりである。本問題に関し、筆者は多くを語るだけの知見を持たないが、直感的には新型肺炎が「中国減速→欧州減速→FRBの予防的緩和」という2019年と同様のシナリオを甦らせる可能性を警戒したい。こうした展開の中で、万が一、FRBが昨年と同程度(3回)の利下げに踏み切るような事態になれば、本欄の想定以上に円高が進行する展開も十分考えられる。片や、円高リスクに比べて円安リスクはさほど多くないが、大統領選が接近する中で、景気に配慮する格好で拡張財政や保護主義姿勢の撤退という動きに弾みがつけばドル/円相場を押し上げる話になりそう。

～大統領選と新型肺炎に係る円高リスク～

毎月通り、リスクシナリオに係る論点の整理を行いたい。主に筆者が気にしている6つのリスクを列挙したものが表である。前月の本欄でも議論したように、今年、最も耳目を集めるのは米大統領選にまつわるリスクであろう。大統領選挙、とりわけ民主党の候補者争いの行方は円高・ドル安リスクとして警戒する向きは多い。具体的

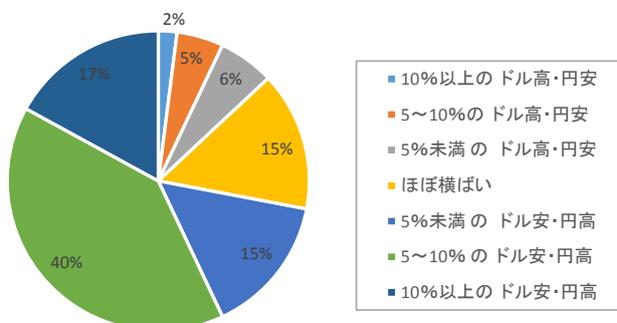
警戒したい円安/円高リスク

	具体例	象徴的には・・・	円安/円高	可能性
①	想定外の米経済堅調	トランプ政権による拡張財政	円安	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)	円安	低～中
③	米大統領選挙でトランプ敗退	ウォーレン/サンダースの左派勢力の勝利	円高	低
④	合意無しブレグジット懸念	移行期間延期を巡りノーディール	円高	低～中
⑤	マイナス金利解除ブーム	ECBを筆頭とする欧州、日銀	円高	低
⑥	その他	疫病リスク/中東地政学リスク/香港軍事介入リスク	円高	低

(資料)筆者作成

には左派色の強いウォーレン氏やサンダース氏が優勢というムードになれば株式市場の動揺を通じて米金利が低下、結果として円高・ドル安を招くとの懸念は根強い。この点、1月にQUICK社と日経ヴェリタスが共同で実施した月次調査の結果は参考になる。左派色が非常に強いウォーレン氏やサンダース氏が候補となり、勝利した場合は「5～10%のドル安・円高」が40%、「10%以上のドル安・円高」が17%と相応の円高進行を警戒する向きが多い(図)。もちろん、今回

サンダース氏かウォーレン氏勝利時のドル/円相場への影響



(資料)QUICK

の調査では民主党候補者の予想調査も行っており、サンダース氏と予想した回答は 12%、ウォーレン氏と予想した回答は 8%にとどまっており、極端な左派候補者が指名され、これがトランプ大統領を破って円高を招来する可能性はやはりテールリスクの域を出ない可能性が低そうなものである。片や、65%は中道穏健派のバイデン氏を予想しており、これが市場のメインシナリオと言って良い。バイデン氏がトランプ大統領に勝利した場合のドル/円相場への影響については「ほぼ横ばい」との回答が 38%と最多であった。「トランプ大統領再選もしくはバイデン候補勝利」という展開は為替市場にとって特段材料視されることはなさそうという整理で良いだろう。

なお、⑥のその他に入れているが、1 月下旬以降、世界的に不安が高まっている中国発の新型コロナウイルスの感染拡大がどの程度の期間継続するののかという論点も当然無視はできない。筆者は多くを語るだけの知見を持たないのでリスクシナリオの 1 つとして入れ込むことしか出来ないが、この新型コロナウイルスが「中国減速→欧州減速→FRB の予防的緩和」という 2019 年と同様のシナリオを甦らせることは合理的に予想できる。昨年と同程度(3 回)の利下げが行われるような事態になれば、本欄の想定以上に円高が進行する展開も十分考えられるはずである。

～消えないノーディールへの恐怖～

そのほかの円高リスクにも言及しておきたい。とりわけ④は十分想定される未来だ。1 月末、英国はようやく EU 離脱を果たしたものの、漸くスタートラインに立っただけである。2020 年末までは現行の経済関係が持続できる移行期間が設定されているが、その期間中に英国と EU が新たな通商関係について交渉・妥結し、2021 年以降の発効に漕ぎ着けるのは絶望的に難易度が高い。2020 年末までに自由貿易協定を用意できない場合、移行期間終了と共に(つまり 2021 年以降)関税ないし非関税障壁が発生し、いわゆる「合意なき(ノーディール)離脱」となる。EU がこれまでに締結してきた貿易協定の多くは交渉開始から批准までに数年を要しており、11 か月間という交渉期間は無謀である。結局、ノーディール離脱への恐怖は未だに残っている。1 月 27 日、EU 側のバルニエ首席交渉官も今年末には「合意のなき離脱」の崖っぷちに英国が立たされるリスクがあると述べている。

もちろん、英国と EU の双方が今年 6 月末までに希望すれば、英/EU 共同委員会の判断の下で移行期間は最大 2 年間延長できるというオプションもある。だが、総選挙に臨むにあたってジョンソン政権はそのような延長の可能性を予め否定しており、自ら退路を断っている。もちろん、議会の過半数を押さえている以上、ジョンソン首相が前言撤回して延長に舵を切れることもできる。最終的には、言い訳を工面し、双方の体面を保つ格好で延期要請に至ると考えるが、これまでの経験を踏まえばジョンソン首相は直前まで決断を先送りにするだろう。EU と英国の思いが行き違う中でノーディールという結末に至ってしまう可能性は低いと思われながらも、払拭しきれぬものではあるまい。

～マイナス金利解除の波は来るのか?～

また、⑤は 12 月 19 日のスウェーデン国立銀行(中央銀行、リクスバンク)のマイナス金利解除を受けた動きがどこまで広がるかという話である。この点を問われ、1 月 23 日の政策理事会後の記者会見でラガルド ECB 総裁はそうした単純比較について不愉快(odious)と述べ、可能性を一蹴している。確かに、リクスバンクの動きは住宅価格上昇やこれに付随する家計債務の積み上がりを問題視した対応であり、これが他のマイナス金利採用国にそのまま当て嵌まるわけではない。そもそも 1

月から年内いっぱいにかけて行われる金融政策の戦略見直しは「2%を超えても緩和を継続する」ということを可能にすると考えられており、政策変更があるとすれば利上げよりも利下げの可能性の方が高い。とはいえ、リクスバンクとて決して景気が良いために利上げに動いたわけではなく、それは即ちマイナス金利政策の効果ではなく副作用に焦点を当てた決定だった。

欧州でも日本でも「マイナス金利政策は副作用の方が大きいのではないか」という論調は徐々に強まってきているが、実際にその解釈を前提として政策変更に至ったケースはスウェーデンが初めてである。世界の政治・経済・金融情勢で好転が続けば、将来の手札に乏しいマイナス金利政策を採用している中央銀行(本稿執筆時点ではユーロ圏、デンマーク、スイス、ハンガリー、日本)は利上げに動いても驚きはない。この際、FF金利が現在のドットチャート通りの横ばいだとすれば、対米金利差が日欧で縮小する話になり、ドル安・円高ないしユーロ高を招く話となる。もちろん、ECBも日銀も物価情勢の停滞に頭を悩ませており、マイナス金利をリバーサルレートと強弁したとしても、利上げのハードルは決して低くはないだろう。その他の円高リスクとしては⑥にまとめている通りであり、本稿執筆時点では新型肺炎の動向が目を離せないが、米国とイランの軍事衝突や香港デモに対する中国の軍事介入など火種はそこかしこに散見される。メインシナリオに組み込むほどではないにせよ、今後1年間のリスクとしては知っておく必要がある材料であろう。

～引き続き拡張財政と円安リスクに注意～

円高リスクに比べて円安リスクはさほど多くない。しかし、毎月議論しているように、既に成長が伸び切っている米国経済を延命・加速させる手段としてトランプ政権による財政出動は気掛かりである。これが表中①の円安リスクだ。大統領選挙の年であることを思えば、このリスクが顕在化する可能性は無視できない。1月、米財務省は2020年上期に20年物国債の発行を開始する計画を明らかにしており、大統領選を前に景気のテコ入れに動く展開は円高シナリオを主張する本欄にとって警戒すべき材料と考えられる。また、トランプ政権絡みでは当然、②の円安リスクからも目が離せない。現に年初からのドル/円相場が高値推移している背景には米中貿易交渉の第一段階合意があった。だが、選挙に臨むにあたっては「中国の不公正に立ち向かう大統領」という構図を完全に捨て去ると思えず、米中貿易交渉絡みで朗報が入り、円安相場をけん引するような展開は当分、想定しづらいはずではある。だが、そうした予想とは裏腹に、仮に「制裁関税の完全撤廃」のような動きに至れば、ドル/円相場のアップサイドは非常に大きいと考えられるが第一段階合意を完了した今、その可能性は大分下がったように感じられる。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
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	「株値の廣」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政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
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幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済