

みずほマーケット・トピック(2018年1月23日)

IMF 世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～

昨日、IMF より公表された秋季世界経済見通し(WEO)は全体として上方修正一色の内容。税制改革(法人減税)が米国における投資拡大を促し、これが世界経済にスピルオーバーするというシンプルな理由に基づくものである。特に米国は2018年/2019年に関し2.7%/2.5%とそれぞれ+0.4%ポイント、+0.6%ポイントずつの大幅上方修正。2018～19年の世界経済全体の上方修正も、その半分が米税制改革の寄与という試算であり、当面の世界経済が米国一本足打法であることが鮮明である。IMF がここまで米経済の見通しを上方修正した以上、主要な国際機関も今後大差ない数字を出してくるだろうし、FRB スタッフによる経済見通し(SEP)も同様の流れを汲むだろう。当然、金利見通し(ドットチャート)も影響を免れないだろう。現段階では2018年は3回、2019年は2～3回、2020年は1～2回との利上げイメージがどの程度の影響を受けるのか(あるいは受けないのか)は見通し上、極めて重要な問題になる。

～米国一本足打法の世界経済～

昨日、IMF は秋季世界経済見通し(WEO)をベースとする修正見通しを公表している。『Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead』の副題どおり、足許の明るさと将来における揺り戻しを不安視する内容となっている。成長率に目をやれば、世界経済に関し、2018年/2019年が3.9%と昨年

日米欧の成長率見通し(2018年1月時点)

	2018年	前回との差	2019年	前回との差
世界	3.9	0.2	3.9	0.2
米国	2.7	0.4	2.5	0.6
ユーロ圏	2.2	0.3	2	0.3
日本	1.2	0.5	0.9	0.1
英国	1.5	0.0	1.5	-0.1

(資料)IMF

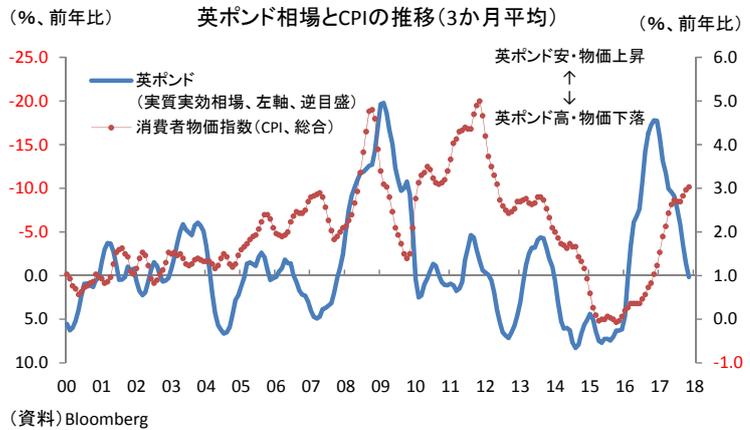
10月時点から共に+0.2%ポイント上方修正されている。税制改革(法人減税)が米国における投資拡大を促し、これが世界経済にスピルオーバーするというシンプルな理由に基づいている。国別には2018年/2019年に関し、米国が2.7%/2.5%とそれぞれ+0.4%ポイント、+0.6%ポイントずつの大幅上方修正となっている。この効果は2020年にかけて累計+1.2%の米経済押し上げに繋がると試算されている。一方、今回の予測期間外である2022年以降はその揺り戻しが発生することも付記されており、あくまで減税の効果で目先が押し上げられるという構図である。ちなみに、2018～19年の世界経済の上方修正も、その半分が米税制改革の寄与という試算であり、当面の世界経済が米国一本足打法であることが鮮明である。同様にユーロ圏は2.2%/2.0%とそれぞれ+0.3%ポイント、日本は1.2%/0.9%とそれぞれ+0.5%ポイント、+0.1%ポイントずつの上方修正となっている。

見通し全体として堅調なヘッドラインとなっはいるが、IMF チーフエコノミストのオブストフェルド氏は記者団に対し「現在の経済の勢いは長続きする公算が小さい複数の要因を反映していることを政策担当者は念頭に置いておく必要がある」と指摘しており、一時的な政策効果を受けた追い

風であることには釘を刺している。

～欧州政治が最も大きなリスク？～

一方、先進国全般が上方修正される中(2018年/2019年で2.3%/2.2%でそれぞれ+0.3%ポイント、+0.4%ポイント)、英国が2018年、2019年ともに1.5%となり、2018年は据え置き、2019年に至っては▲0.1%ポイントの下方修正となったことは目立つ。EU離脱後のポンド急落とそれが押し上げる一般物価そして対英投資の減退が实体经济を蝕むとの想定だろう。過去の本欄でも議論したが、英国の消費者物価指数(CPI)がインフレ報告の想定する通りに減速してくるかどうかは今年の世界経済を見る上での1つのポイントになりそうである。制御できないCPIが露わになるとイングランド銀行(BOE)は自傷行為覚悟で利上げに踏み込むしかない。今回のIMF見通しでは英国の下方修正に係る言及は無いものの、恐らくそのようなロジックが想定されているのだろう。幸い英ポンドは過去1年で騰勢を強めていることから、今年CPIの加速は限定されそうだが(図)、そもそも通貨安をもたらしているブレグジット(交渉)はいよいよ時間との戦いの様相を呈している。いくら利上げで応戦しても交渉にまつわる不透明感が払拭されない限り、根本的な解決にはなるまい。



また、英国のほかに先進国の中で下方修正となったのがスペインであり2.4%/2.1%とそれぞれ▲0.1%、+0.1%ポイントずつの修正となっている。「高まる政治的不透明感(increased political uncertainty)」が理由として言及されている。カタルーニャ問題の決着が見えない中で、内需への押し下げが効いてくるとの見通しである。総じて欧州絡みの政治不安が先進国の下押し材料として織り込まれているが、同じく政治的リスクという意味では北米自由貿易協定(NAFTA)の行く末も言及されている。英国のEU離脱と共に世界貿易に「壁」を作るような芽が出始めていることが世界経済の障害になるというのがIMFの基本認識となっている。

～米経済に係るリスクは～

上述したように、世界経済が堅調を維持する前提はあくまで法人減税を背景に米国経済が堅調に推移することが前提である。しかし、米経済にもリスクはある。第一に、減税を受けて米金利やドルがベースシナリオよりも急騰する可能性、第二に減税を受けても投資・消費が感応的に動かない可能性が指摘されている。米議会で減税案が可決されてからも米金利やドルの動きはそれほど著しいものではない。もちろん、最近になって米金利は上昇し始めているが、その背景としては原油価格の上昇や政府機関閉鎖の可能性(その先にある債務上限問題の存在)なども意識されたとも言われている。仮に、減税執行と共に米経済が過熱し、完全雇用状態も相俟ってインフレが加速、FRBが現在想定しているよりも早いペースでの利上げを敢行した場合は株価を含む資産価格が総

崩れになる可能性もあるかもしれない。この過程でドル相場が急騰した場合はドル建て債務を抱える新興国にも相応の影響が及ぶ国が出てくることになる。本欄も IMF 同様、「スラックの変化に対するコアインフレ圧力の低い感応度 (the low sensitivity of core price pressures to changes in slack)」は健在と考えることから、このようなシナリオは想定しないが、減税が「効果を持ち過ぎた」場合には意図せざる金融引き締めという政策反応が想定されることは念頭に置きたい。

逆に、後者は減税が想定されたほどの投資誘発効果を持たない場合であり、これも可能性としては考えられる。過去の本欄でも議論したように、少なくとも家計部門の貯蓄率は過去最低水準まで落ち込んでおり、米国の内需がここからどこまで加速し得るのかは相当疑義がある。9 年弱に及ぶ景気拡大局面がワンショットの減税策でどこまで延命できるのかは慎重に見る向きも多いだろう。

～ドットチャートへの影響を注視～

いずれにせよ IMF がここまで米経済の見通しを上方修正したということは今後順次公表されてくる世界銀行や OECD、ECB や欧州委員会など主要な国際機関も大差ない数字を出してくるだろう。当然、FRB スタッフによる 経済見通し (SEP) も同様の流れを汲むはずであり、その認識の下での金利見通し (ドットチャート) も上方修正される可能性がある。1 年前と異なり、減税に係る定量分析が織り込み可能となっているのだから当然である。利上げ見通しに関しては、現段階では 2018 年は 3 回、2019 年は 2～3 回、2020 年は 1～2 回とのイメージにとどまっているが、四半期に

各年末の政策金利見通し (予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.50%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.50%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.25%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.00%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.90%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.00%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.00%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.00%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.75%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.75%

(資料)FRB

1 回という決まったペース (measured pace) を前提にしても各年あと 1 回ずつくらいは上乗せできる余地はある。株価が歴史的な高値にあり、尚且つ物価が騰勢を強めていない以上、FRB がそのような大胆な上方修正を図るとは筆者は考えていないが、メインシナリオ (米株下落、米金利低下、ドル安・円高) に対するリスクとして浮上していることは心に留めておきたい。

国際為替部
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
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が種まきつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の動所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	ハフエツ指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベアスマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	違い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～