

みずほマーケット・トピック(2018年4月3日)

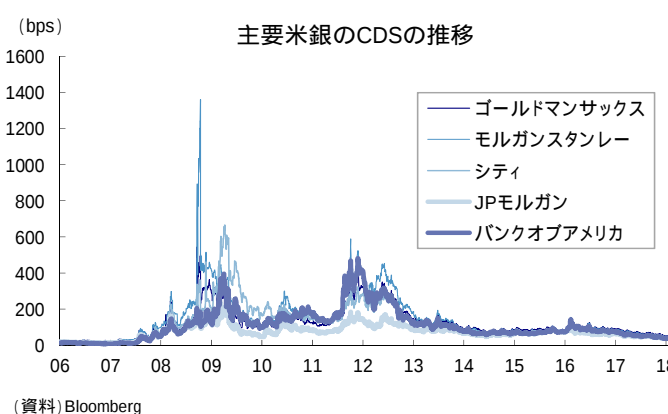
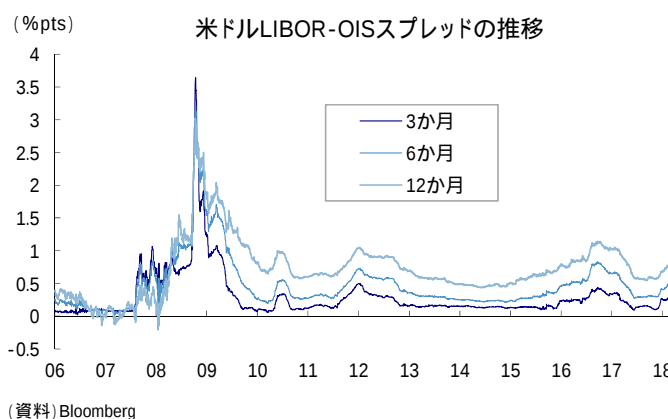
クラウドイング・アウトと LIBOR-OIS スプレッド～新たな懸念～

3 か月物 LIBOR-OIS スプレッドは足許で 0.6%ポイントと 2009 年 5 月以来の高水準まで拡大。もっぱら、T-Bill(短期財務省証券)増発に原因を求める声が多いが、仮にそうだとすれば、クラウドイング・アウト(財政出動による景気刺激効果の減殺)の芽が出始めていることになる。実際、貯蓄・投資(IS)バランスから米経済の現状を見た場合、家計部門の貯蓄過剰の度合いは明らかに小さくなっており、民間部門の資金需要はマクロで見ればやはり増大している。ここに政府部門の資金需要も重なれば、確かにクラウドイング・アウトは起こりやすくなる。かつてリフレトレードを扇動することが期待された財政出動は今や民間部門の消費・投資活動の足枷にもなりかねない情勢。仮に、クラウドイング・アウトの存在を念頭に置くならば、減税による景気刺激を当て込んで強化していた FRB の利上げペースが影響を受けることは必至だろう。

～LIBOR-OIS スプレッド拡大と実体経済への影響～

過去の本欄や『中期為替相場見通し』でも言及したように、もはやトランプ米政権における拡張財政路線がリフレ期待を煽り、「米金利上昇→ドル/円上昇」となるという可能性は低下したというのが筆者の基本認識である(3月29日発行の『中期為替相場見通し』では円安リスクから除外した)。2月以降、米金利上昇が株式市場に嫌気される雰囲気が生じた頃からの変化であり、もはや米金利上昇を好景気の兆しと捉え、株高と金利上昇の併存を期待するのは難しくなったと考える。

こうした論点は昨年末から変調が伝えられている米短期金融市場における銀行間金利の急騰からも裏付けられるものだ。ようやく小康を得ているものの、依然高止まりという状況であり、これが一体何を意味し、実体経済の先行きにどれほどの影響を持ち得るのかという点に関し、確たるコンセンサスはない。図(上)に示されるように、ドル調達コストの目安となるロンドン銀行間取引金利(LIBOR)は昨年末から上昇しており、OIS(オーバーナイト・インデックス・スワ

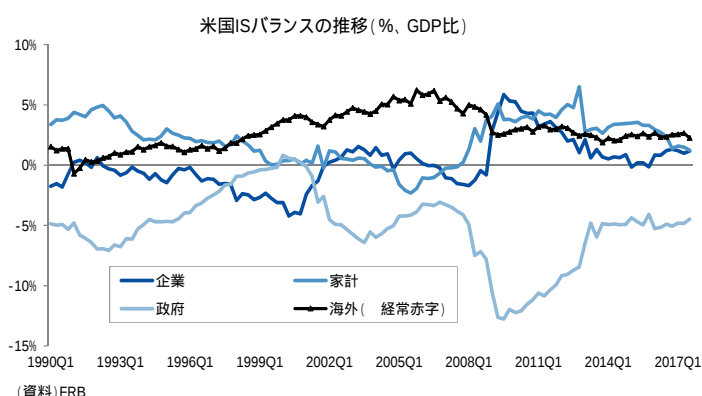


ップ)との差は拡大している。周知の通り、LIBOR はドル調達を行う金融機関の信用リスクを反映し、OIS は翌日物金利でリスクフリーと理解されるため、両者のスプレッドは金融機関の信用リスクに相当することで知られる。3 か月物 LIBOR-OIS スプレッドは足許で 0.6%ポイントまで拡大しており、これは 2009 年 5 月以来の高水準となる。当時の国際金融市場はリーマン・ショック後の「悲観の極み」に類する時期であり、非常事態という様相が強かったが、その頃と同程度のスプレッド拡大という現象が起きていることにはやはり不気味さを覚える。過去を振り返れば、2007 年 8 月に LIBOR-OIS スプレッドの拡大が始まり、その約 1 年後にリーマン・ショックが発生している。とはいえ、主要な米銀の CDS スプレッドが同様に拡大しているわけでもなく(前頁下図)、「金融機関の経営不安に基づく信用リスクの高まり」という教科書通りの解釈も難しいのが現状である。

～クラウドディング・アウトの芽～

既に方々で指摘されているように、米短期国債の増発が短期金融市場の資金ひっ迫を招いているという評は多い。税制改革(減税)を受けた T-Bill(短期財務省証券)の発行が消化される過程でドルの流動性が吸い上げられたという見立てであり、要するにクラウドディング・アウト(財政出動による景気刺激効果の減殺)である。実体経済が回復基調にあり、民間部門の資金需要も堅調な中で政府部門が市場から資金を吸い上げれば当然、金利は上昇する。この金利上昇が民間部門の消費・投資意欲を削ぐというまさに教科書通りの副作用が発生しているのだとしたら、税制改革の刺激効果は自ずと限定されることになる。

動学的な資源配分の要となる貯蓄・投資(IS)バランスから米経済の現状を見た場合、企業・家計の両部門が貯蓄過剰である状況は変わっていないが、過去 2 年弱(2016 年 1～3 月期から 2017 年 7～9 月期)、企業部門が GDP 比で+1%程度と横ばいであるのに対し、家計部門は +3.0%程度から+1.3%程度へ大幅に低下している(家計の貯蓄率が劇的に低下し



ていることの危うさは本欄でも繰り返し論じてきた通りである)。結果として民間部門の資金需要はマクロで見ればやはり増大していると考えられ、その上で政府部門の資金需要も重なってくれば、当然、クラウドディング・アウトは起こりやすくなる。もちろん、民間部門の貯蓄過剰状態は健在であり、T-Bill 発行が落ち着くに伴って LIBOR の水準も正常化してくる可能性はあるし、歳入(税収)の増える時期と言われている今月(4 月)をそのタイミングと見込む向きも多いだろう。しかしながら、「クラウドディング・アウトの芽」が出始めているとの問題意識は持っておいても良いのではないかな。

～米金融政策やドル/円相場に対する影響～

仮に、クラウドディング・アウトが発生しつつあるのだとすれば、これは FRB にとって大きな誤算となる。3 月 FOMC で示された FRB スタッフ見通しの上方修正は減税効果を織り込んだものであり、その上で政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)も強気な内容となった。しかし、本当にクラウ

ディング・アウトを懸念するならば、上方修正の「程度」は小さくなるはずであり、場合によっては景気刺激効果が完全に打ち消される可能性も無いとは言えない。少なくともマクロ経済全体で見て、官民両部門によるドルの奪い合いが起き「意図せざる金融引き締め効果」が生じているのならば、利上げペースは慎重にならざるを得ないだろう。そうした政策運営のハト派傾斜は自ずと米金利の低下に繋がり、ドル相場の上値を重くするはずだ。もちろん、米短期金融市場における金利上昇は金利差拡大を通じて円安・ドル高の見通しを支え得るものでもあるが、LIBOR-OIS スプレッド拡大の真因が特定できない状況下で積極的に対外リスクを取る向きも多くないと想像する。

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4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて～米国一本足打法～
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」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
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拡がるユーロ相場～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～改善が極まり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年の勘所～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	バフェット指標に見る過熱感～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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いにとらず～
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ペー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)