

みずほマーケット・トピック (2018 年 4 月 18 日)

IMF 世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～

昨日 IMF から公表された世界経済見通し (WEO) は今年 1 月の暫定改訂を概ね踏襲した印象。当面は堅調との見立てではあるが、「Cyclical Upswing, Structural Change」との副題にも示されるように、景気の循環的な上向きが続く一方で構造的な変化も生じていることが指摘され始めており、全体的に警戒色が強い仕上がりになっている。循環的な景気拡大が弱まっていくにしたがって元々存在した懸念 (中国の景気拡大や金融政策正常化に伴う引き締めなど) が相対的に台頭しやすい局面に入ってきているという分析と見られる。現状、欧米で過剰債務が積み上がっているわけではなく、この点で 06～07 年とは異なるが、中国はその限りではなく、敢えて言えばここに火種があるか。いずれにせよ、「先行き緩やかな成長軌道に復していく」という結論に至ることの多い IMF の世界経済見通しですら、はっきりと「今がピーク」との基本姿勢を打ち出し始めたことには注目したい。円高見通しを補強する材料と考える。

～日米首脳会談: 全行程が終わるまでは静観を～

目下、日米首脳会談を巡ってヘッドラインが錯綜しており、相場もこれに一喜一憂する雰囲気強い。昨日の本欄で議論したように、ポイントは日本政府が北朝鮮問題と通商問題の切り離しを如何に図れるかである。現時点での報道を元にすれば、米朝首脳会談で拉致問題を取り上げるとの言質をトランプ米大統領から得ているようだが、問題はそれが「タダ」なのかどうかである。「拉致問題を取り上げる。ついては貿易の二国間交渉を…」となった場合、日本として如何に踏み込ませず、しかし反感を買わずに収めるかが重要となる。いずれにせよ全行程が終わり、情報が確定するまでは静観すべきであろう (トランプ政権だけに初日と 2 日目で主張が二転三転する可能性もある)。

～警戒色が強まった IMF 世界経済見通し～

昨日は IMF から半期に一度の世界経済見通し (WEO) が公表されているので、本日はこれに注目してみたい。WEO は今年 1 月の暫定改訂で大幅上方修正されており、今回も概ねこれを踏襲した印象である (図)。欧米を中心として、さらなる上方修正が施されたものの、世界経済全体で見れば 2018～19 年にかけて +3.9% の成長が続くという見通しは変わっていない。だが、「Cyclical Upswing, Structural Change」との副題にも示されるように、景気の循環的な上向きが続く一方で構造的な変化も生じていることが指

IMFの世界経済見通し (春季、2018年4月)

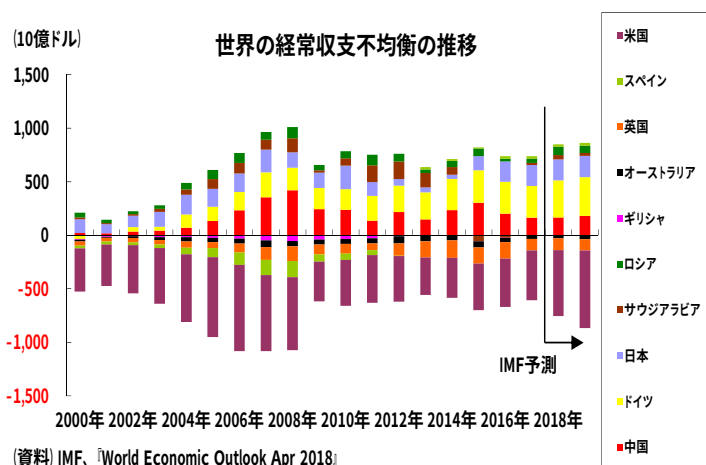
	2018			2019		
	(見通し)	(1月時点)	修正幅	(見通し)	(1月時点)	修正幅
世界	3.9	3.9	0.0	3.9	3.9	0.0
先進国	2.5	2.3	0.2	2.2	2.2	0.0
米国	2.9	2.7	0.2	2.7	2.5	0.2
ユーロ圏	2.4	2.2	0.2	2.0	2.0	0.0
日本	1.2	1.2	0.0	0.9	0.9	0.0
新興国	4.9	4.9	0.0	5.1	5.0	0.1
中国	6.6	6.6	0.0	6.4	6.4	0.0
ロシア	1.7	1.7	0.0	1.5	1.5	0.0
インド	7.4	7.4	0.0	7.8	7.8	0.0
ブラジル	2.3	1.9	0.4	2.5	2.1	0.4

(資料)IMF "World Economic Outlook", 2018年4月

摘されており、全体的に警戒色が強い仕上がりになっている。「前向きなモメンタムはいずれ減速し、多くの国が厳しい中期見通しに追いやられる」との評価の下、「いくつかの循環的な原動力は弱まっていく (Some cyclical forces will wane)」と指摘されている。「いくつかの循環的な原動力」とは具体的に政策正常化に伴う金融環境の引き締め、中国景気の減速、先進国における低い生産性の上昇や少子高齢化による労働力減少などが挙げられている。これらの論点は近年、常に指摘されているものだが、循環的な拡大が弱まっていくにしたがって元々存在した懸念が相対的に台頭しやすい局面に入ってきているということなのだろう。

～リスクは「明確に (clearly) ダウンサイド」との評価～

先行きのリスク評価についても短期的には均衡しているが、今後数四半期は「明確に (clearly) ダウンサイド」と指摘され、強めの警戒色が滲み出ている。アップサイドリスクとして雇用市場の slack が思ったよりも大きく、先進国の成長率が想定以上に強く長くなる可能性や生産性の上昇が潜在成長率を想定以上に引き上げる可能性が言及されているものの、時間の経過と共にダウンサイドリスクが大きくなっていくというのが IMF の基本認識と見受けられる。



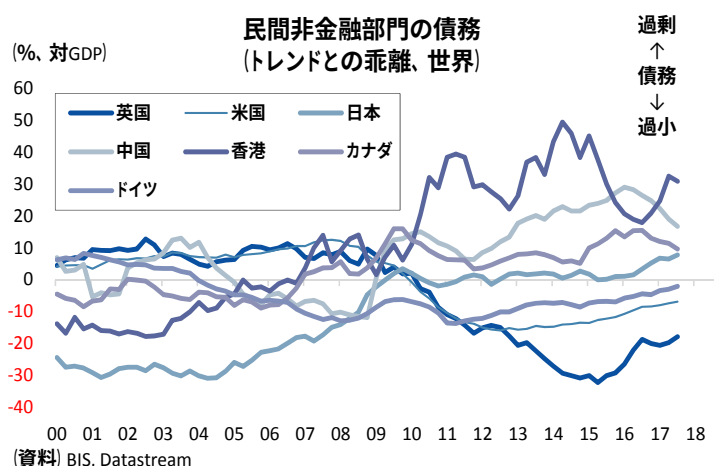
具体的には、ダウンサイドリスクとしては金融環境の引き締めが急激に進み、その脆弱性が一気に噴出してくる可能性が指摘されている。それは特に米国で懸念されるわけだが、米国の金融環境が引き締められれば新興国への資金流入は止まり、混乱をきたす可能性が提起されている。また、トランプ政権下での拡張財政が米国の経常赤字をさらに拡大させ、グローバルインバランス（経常収支不均衡）を悪化させる恐れにも言及があった。インバランス拡大の結果、不安視されるのが目下注目を集める貿易戦争であり、これがグローバルな経済活動を損なう展開も当然指摘されている。そのほか、米国の税制改革が格差拡大を招き再び同国の政治を混迷させる恐れや、地政学リスクの高まり、サイバーセキュリティ関連の不安などが中期的な世界経済成長を抑制するとの分析が披露されている。

～現状、欧米の過剰債務はないが・・・～

もちろん、厳密には景気の「減速」と「後退」は異なるし、まして「ショック」の類はそうそう起きるものではない。ゆえに、今回の報告書を受けて過剰な不安を抱くべきではないだろう。今年3月の国際決済銀行 (BIS) による四半期報告書でも明らかになったように、現状の世界経済では「一部の国」を除けば過剰債務が積み上がっている兆候はなく、この点で2006～07年とは異なる（次頁図）。例えば米国や英国といった国際金融センターを擁し金融バブルの兆候が最も色濃く出そうな国でも現状、民間非金融部門の債務はトレンド以下で推移している（つまり、過剰というよりも過小というイメージに近い）。2006～07年では米英共に、はっきりとトレンドを超えて推移していた。

敢えて不安な点を言えば、その過剰債務が積み上がっている「一部の国」に今回のIMF予測でも減速リスクが指摘されている中国が含まれていることだろうか(ちなみに最もトレンド乖離が激しいのは図示されるように香港である)。中国の民間部門が抱える債務は2016年初頭にピークアウトしているが、まさにそのタイミングで国際金融市場が動揺したことは記憶に新しい。中国のデレバレッジ(債務縮小)が本格的に進めば国際金融市場ひいては世界経済への影響も不可避であり、2016年初頭の例で言えば、原油価格は1バレル30ドルを割り込んだ。その中国が米国との間で貿易戦争の間際にあり、しかも世界経済が循環的な成長減速に入っているのだとしたら、確かに不安は抱かざるを得ない。かかる状況下、世界経済の現状は磐石であるとしても、「敢えて言えば、次のショックはどこで生じそうか」という質問に対してはやはり中国という回答が妥当になるのだろうか。

いずれにせよ、「先行き緩やかな成長軌道に復していく」という結論に至ることの多いIMFの世界経済見通しですら、はっきりと「今がピーク」との基本姿勢を打ち出し始めたことはフラット化傾向を強める米国のイールドカーブや不安定な動きが続く株式市場などと整合的であり、為替見通し上は円高見通しを補強する事実と考えたい。



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4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
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次メルケル政権権限を受けて～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(本当にブ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世界経済見通し修正を受けて～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値急騰」～
	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	ステルステーバリングの「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～株値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	テーバリングが改めて示唆するベ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」～)