

みずほマーケット・トピック(2018年9月10日)

リーマン 10 年で注目される次のショックの「芽」

リーマンショック 10 周年を迎える中、その教訓や総括そして次のショックに繋がる「金融不均衡」について多くの議論を目にする。現状、世界経済に蓄積する不均衡に関し筆者が直感的に思いつくものは ドイツの経常黒字が巨大過ぎること、および 一部の国における非金融法人部門の債務残高が高いことである。特に前者に関してはドイツ不動産価格の急騰という格好で現れていることに注目。しかし、ユーロ圏の構造問題を考えれば、不動産価格を理由に ECB が引き締めることは難しく巨大な経常黒字という「金融不均衡」は放置されざるを得ない。結果、米独間における通貨・通商政策の緊張も容易には緩和されない状況が続きそう。片や、非金融法人部門の債務残高については中国・香港・カナダが国際決済銀行(BIS)により名指しされているが、これにフランスも加えたい状況。ユーロ圏は盟主たるドイツが不均衡の震源地となりそうな状況に加え、ドイツの次に大きいフランスが債務残高に懸念を抱えているという怖さがある。

～相場の方角感は安定しているようにも見えるが・・・～

昨日の為替相場ではドル堅調のまま週の取引を終えた。注目された米国による対中制裁関税については「既に発表済みの2000億ドルに加え、さらに2670億ドル相当に対して課税する用意がある」とトランプ米大統領が述べ、中国からの輸入全額が追加関税の対象になり得る可能性が示唆された。しかし、同日に公表された米8月雇用統計が市場予想を超える良好な結果となり、とりわけ平均時給が前年比+2.9%と2009年6月以来の高い伸びを記録したことが目を引いた。好材料・悪材料が拮抗する結果、相場の方角感は安定しているようにも見えるが、実のところ、対中関税が持つ「悪」の部分の大きさの方が大きいだろう。対中輸入全額に25%を賦課するような展開が訪れた場合、今度こそ米国の家計・企業部門へのダメージは不可避となるはずだ。

～リーマン 10 年で気になる「次の不均衡」～

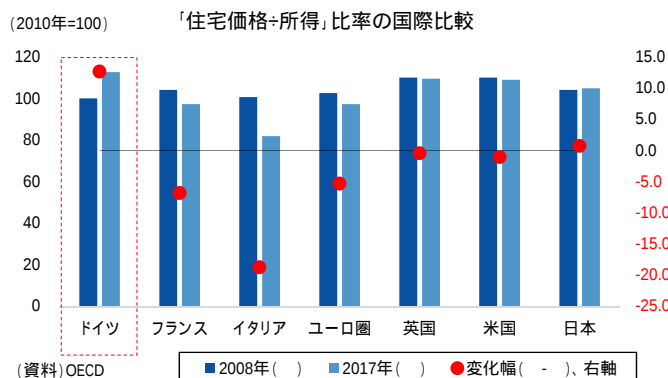
しかし、そうは言っても世界経済は未だに安定している。株価は高いし、金利も穏当に抑えられている。ドル相場も高止まりではあるものの、米実体経済を蝕むようなペースでの騰勢は見られていない。また、米社債市場におけるクレジットスプレッドのワイド化傾向は年初から明らかだが、それが米企業の資金調達を制約し、消費・投資意欲を毀損させるような事態にまでは至っていない。まして株価が堅調であることから「自社株買いの減少→株価の軟化」という不安視された経路もまだ顕現化していないと言えそう。あまりにも安定局面が継続していることから、「次のショックの『芽』はどこにあるのか」というテーマは識者の間でも頻繁に挙がる論点である。より専門的な言いぶりに近づけるとすれば、「現在、最も注目すべき『金融不均衡』があるとすれば、それは何か」というテーマである。今週末にはリーマンショック 10 周年を迎える中で、各メディアもこぞってその教訓や総括そして次のショックに繋がる「不均衡」を報じ始めるだろう(既に報じ始めている向きもある)。

～分かっているけど止められないドイツの不均衡～

現状、世界経済に蓄積する不均衡に関し筆者が直感的に思いつくものでは①ドイツの経常黒字が巨大過ぎることおよび②一部の国における非金融法人部門の債務残高が高いことである。

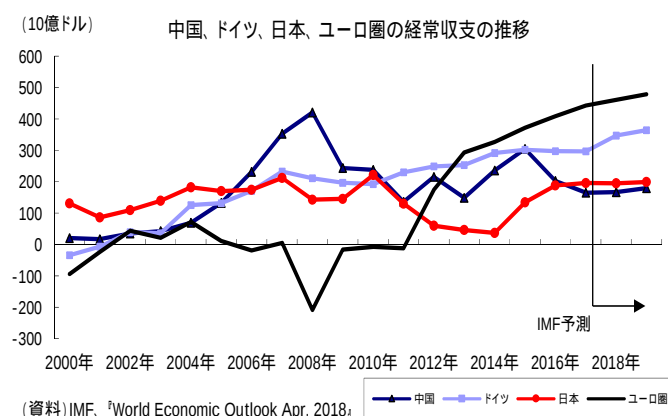
まず、①に関しては本欄でも繰り返し議

論してきた点だ。経常黒字の蓄積は通常、自国通貨高で調整されるがドイツは共通通貨ゆえにそれが作用しない。結果、ドイツ経済は外需を中心として過熱状態が続き、その象徴がファンダメンタルズを超えて騰勢を強めている不動産価格となって現れているというのが筆者の仮説である。これは過去の本欄¹で詳しく議論した通りだ。同国の不動産価格上昇が行き過ぎているという事実



は独連銀(ブンデスバンク)も公に認めており、これは国際比較で見てもあまり違和感のない認識である(図)。ECB の政策運営は元々ドイツにとって過剰な緩和状態を醸成する状況にあるため、多少の引き締めでバブル状態が崩れることは無いだろうが、同国の資産価格がショックに脆弱な状況になり始めていることは「金融不均衡」の1つとして捨て置けないものがある。年初来の動きを振り返れば、不動産市場が過熱する一方、ドイツのファンダメンタルズは年初から悪化の一途にあり、これがユーロ圏全体の計数を押し下げているという現実がある。かかる状況下、「不動産価格だけが元氣」という状態は如何にも居心地が悪い。とはいえ、ドイツの不動産価格が高いからと言って ECB が正常化プロセスを加速させれば、他国の経済・金融情勢が過剰に引き締められることになる。かくして、この「金融不均衡」は放置されざるを得ないというのが実情である。

また、ドイツについて域外との関係に目をやった場合、GDP 比で+8%を超える世界最大の経常黒字はどう考えてもトランプ政権の通貨・通商政策と正面からバッティングする。金額で見ても既に中国との差を大きくつけ始めており、その存在感は特異である(図)。始末が悪いことにドイツからしても「不可抗力のユーロ安」で得た黒字であり、これを批判されても「我々の責任ではない」と繰り返すだけという構造的な難しさを孕んでいる。もちろん、



ん、米国とドイツがユーロ高・ドル安の方向で手打ちに至ることも政治的には可能かもしれない。だが、ユーロはドイツだけのものではない。ドイツの実力に合わせたユーロ高になれば、確実に他のユーロ加盟国を苦境に陥れることになる。やはりドイツとしては「(通貨価値に直結する金融政策は) ECB が決めることで我々の管轄外の話」という従前の主張に帰着するしかない。かくして、この巨大な経常黒字という「金融不均衡」は放置され、米独間における通貨・通商政策の緊張も容易には緩

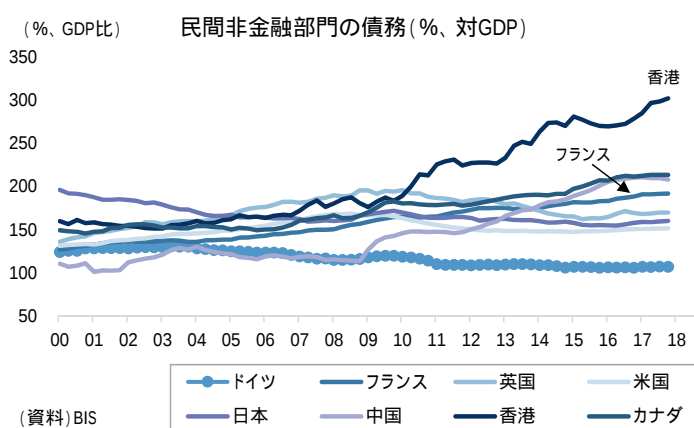
¹ 本欄 2018 年 7 月 12 日号『ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～』をご参照下さい。

和されないように思われる。

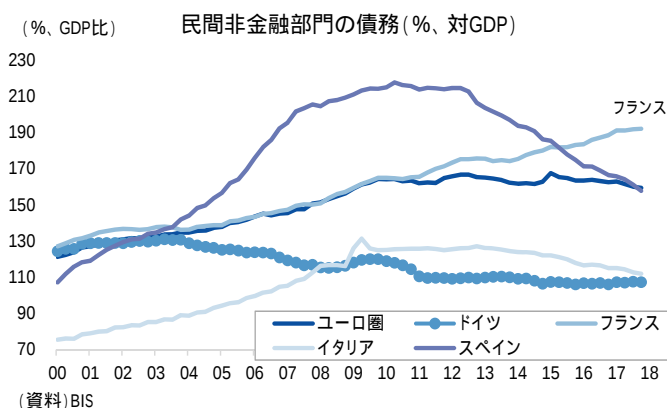
少なくとも「ドイツの経常収支や資産価格の不均衡が危なそう」という認識を持ちながら、ECB は指をくわえてその蓄積を見過ごす時間帯が続くことになる。本来、ユーロ圏共同債がバラバラの金融政策の効果を均す調整装置として期待されるわけだが、近々に実現するオプションではない。例えば金融危機が本格化する2006年以前、ドイツの経常黒字はまだ日本よりも小さかったことを思えば、金融危機後に浮上した新たな不均衡と考えられる。

～非金融法人部門の過剰債務～

もう1つが②の非金融法人部門の債務残高に係る論点で、一部の国で過剰な積み上がりが見られている。この点、国際決済銀行(BIS)が今年3月の四半期報告書で早期警戒指標に基づき中国・香港・カナダを名指しして話題となった。図示されるように、この3つの国・地域は非金融法人部門の債務残高がトレンドからはっきりと乖離しており、これが調整を向かえた場合、相応のバランスシート調整と不況を招来することになりそうである(日本が浮揚しているのは過去のトレンドが低過ぎたという面があろう)。



なお、地域別に考えた場合、上述したようにドイツが金融不均衡を抱え込んでいることを思えば、有事の際にその影響を最も被弾しやすいだろうユーロ圏加盟国の債務状況も気にしたい。この点、債務危機時に問題児と言われていたスペインは着々とデレバレッジが進められており、イタリアですら緩やかながらピークアウトが見られているが、その一方でフランスの積み上がりは性急である。にもかかわらず、同国の成長率

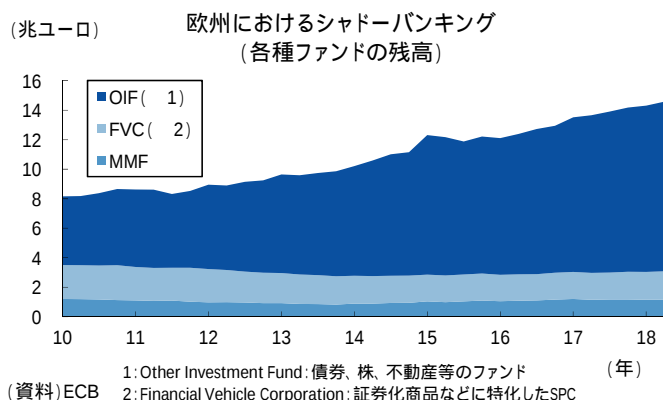


が際立って高いものになっていないことに注目すべきかもしれない。フランスに関してはマクロン仏大統領の支持率低下ばかりがヘッドラインで目立つ現状であり、経済・金融の現状を踏まえば、次回大統領選挙においては経済低迷がポピュリスト台頭の下地となってくる可能性が懸念される。

なお、図示されるように、資産価格の騰勢が気になるドイツは債務状況に関しては極めて安定しており、むしろGDP比で見れば世界で最も安心できるような状態とも言える。この点、「仮にドイツでバブルが破裂しても大丈夫なのではないか」という声もある。だが、本日の本欄では紙幅の都合上、踏み込んだ議論は避けるが、ドイツ国内の不動産や株式に投資しているのがドイツに居住している経済主体とは限らない。少なくとも当該国の中央銀行が過剰評価だとする水準まで資産価格が上がっているのが現状であり、それが大幅に調整した場合はドイツひいては世界経済に影響が

無いということはやはり無いだろう。

このほか先週の本欄²でも議論したように、ユーロ圏はシャドー・バンキング・システム(SBS)を通じた信用膨張の危うさを指摘する声もある(図)。かかる状況下、次の危機の「芽」を地域単位で分析するとしたら、やはりブレグジットの混乱もこれから重なってくるユーロ圏が要注意ではないかというのが筆者の基本認識である。よく名前が挙がる中国も当然、債務残高の大きな国であり、これは前頁図に示される通りである。だが、中央政府の強力なトップダウンで事態を収束できる中国に対して、ユーロ圏は盟主たるドイツが不均衡の震源地となりそうであり、しかも債務残高という意味ではドイツの次に大きいフランスが懸念を抱えているというのが怖さではないかと思われる。危機後の対応が後手に回り、被害が延焼するような事態は十分に想像されるところではないだろうか。



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。

² 本欄 2018 年 9 月 5 日号『ECB 利上げを巡り政治的な動き? ~ ECOFIN のテーマに ~』をご参照下さい。

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9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデーター～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き?～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか?～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロック」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか?
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデーターが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」?～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混沌を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か?～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける隘路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続:イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか?～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ボラジション～短期目線に振らされるべからず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
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～
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～