

みずほマーケット・トピック(2018年12月17日)

2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？

毎年、各機関から実現可能性の低そうなシナリオ(いわゆるブラックスワン)に関する様々な予想が公表され耳目を集める。しかし、「可能性が低い」という一点だけに拘泥すれば何でも言えてしまい、「面白ければいい」という方向に流れがちでもある。本欄では、地域を日米欧に絞り、筆者が最も注目したいものを各1つずつ(計3つ)だけ列挙してみたい。具体的には米国は「米中貿易戦争の完全停戦とその真逆のシナリオである完全決裂」、欧州は「ECBの量的緩和再開」、日本は「日銀の利上げ」に思索を巡らせてみる。米中貿易戦争に関しては「緩やかな緊張状態が漫然と継続する」という予想が最も多そうであるから、これが両極端に振幅するシナリオは市場にとって相応のショックとなるだろう。ECBは量的緩和を終了させたばかりだが、過去の経緯を踏まえれば、事に及べば機動的に資産購入額の増減に踏み切る決断力は侮れないものがある。日本については、欧米の金融政策の強気姿勢がピークアウトするという声が多い中、日銀がワンテンポ遅れて明示的な正常化に踏み切るリスクに目を向けておきたい。

～2019年、日米欧にまつわるテールリスクはどこに～

毎年、金融機関やシンクタンクから実現可能性の低そうなシナリオ(いわゆるブラックスワン)に関する様々な予想が公表され耳目を集める。しかし、「可能性が低い」という一点だけに拘泥すれば何でも言えてしまい、何より「面白ければいい」という方向に流れがちでもある。本欄では、地域を日米欧に絞り、筆者が最も注目したいものを各1つずつ(計3つ)だけ列挙してみたい。想定される発生確率は予想主体によって異なるものであるから、これをブラックスワンと呼ぶかどうかは受け止める者次第であろう。その意味で「ブラックスワンと言うには実現可能性が高そうだが、サブシナリオとしてメインシナリオの脇に置くには実現可能性が低い」という微妙な位置づけのリスク(いわゆるグレースワン)も存在する。「可能性が低そうなリスク」という意味では、包括的にテールリスクと纏めてしまった方が、誤解が少なそうである。いずれにせよ「〇〇ショック」と呼ばれるようなものは想定外の事象から勃発するのだから、師走に行う頭の体操としては有意義な試みと思われる。

本欄では、米国は「米中貿易戦争の完全停戦とその真逆のシナリオである完全決裂」、欧州は「ECBの量的緩和再開」、日本は「日銀の利上げ」に思索を巡らせてみたい。

～米中貿易戦争、停戦と決裂～

まず、米国については「米中貿易戦争の完全停戦とその真逆のシナリオである完全決裂」である。恐らく2019年の世界経済も米中貿易戦争の趨勢に振り回される場面が多々あるだろう。米中貿易戦争の先行きに関しては「緩やかな緊張状態が漫然と継続する」という予想が最も多そうであり、何事も自己都合のためのディール(取引)と割り切っていそうなトランプ大統領の腹積もりを踏まえれば、恐らくその見立ては正しい。「互いに生かさず殺さず」という状況が続けたいのだろう。そうした

動きをメインシナリオとすれば、その停戦や決裂といった両極端なシナリオは金融市場にとっての想定外となる。本稿執筆時点では 12 月 1 日の米中首脳会談で示された「米国から中国への 90 日猶予」が検討されている段階であり、事態は停戦に向かっているように見えるが、本当に解決に至っている識者は決して多数派ではあるまい。そもそも保護主義を先鋭化させることで大統領の座を射止めたトランプ大統領が 2020 年の再選を前にその旗を降ろす理由はない。まして対中強硬姿勢はその象徴なのだから尚の事、簡単に退かないだろう。

かかる認識に基づけば、「米中貿易戦争が完全停戦に至る」という蓋然性は低いと考えられ、だからこそ、本当にそうなった場合（例えば追加関税の全撤回など）に至った場合の影響は小さくないと思われる。その際は事態の進展と共に下落基調を強めてきた人民元相場も反転に至る可能性があり、為替市場を主軸に金融市場の潮流が変化する契機となるかもしれない。また、多くの国際機関や中央銀行の見通しも米中貿易戦争の悪影響ありきで成長率が下方修正されている現実があるので、完全停戦は 2019 年の世界経済の想定自体を大きく変え得る話でもある。その場合、米金利もドル相場も堅調を維持する可能性が高いだろう。仮に、トランプ大統領が米中貿易戦争を手打ちにするとすれば、そうせざるを得ないほど株価や実体経済が動揺している状況が考えられるが、この可能性は現時点で無いとは言えまい（もともと、その場合でもトランプ大統領は極力、FRB の金融政策（利上げ）に責任を転嫁し、保護主義の温存を図る可能性がある）。

～「為替操作国認定」が象徴する米中決裂～

反対に、米中貿易戦争の緊迫化がエスカレートし、完全決裂に至る可能性も当然ある。この場合、起こり得る事態は多岐に亘る。関税対象品目の拡大、関税率の引き上げはその基本動作であるし、各種許認可を通じたアクションも考えられる。12 月には米国の要請を受けてカナダ当局が中国通信機器大手企業の幹部を拘束し、この報復に中国当局がカナダ人を拘束し返すという「事件」があったくらいだ。現実には想定を軽く超えてくる可能性がある。

しかし、米中貿易戦争が金融市場にとって最もシンボリックな形で緊張を極めるとしたら、やはり米財務省が半期に 1 度公表する「為替政策報告書」において中国が為替操作国認定を受ける展開ではないか。為替操作国に認定された国は IMF を通じて二国間協議を行い、以降、制裁関税が課される事態などに至る。この際、協議期間や制裁内容が詳細に規定されているわけではなく、現状でこれだけ追加関税を課していれば「大差ない」という見方もある。とはいえ、やはり公式に相手国の通貨政策を批判する立場に軸足が移ることの意味は小さくないだろう。為替操作国認定を経て米中貿易戦争の長期化・深刻化を予想する向きは増えるであろうし、ヘッドラインの持つインパクトを踏まえれば、企業や家計といった民間部門の消費・投資意欲が激しく損なわれる事態になりかねない。ちなみに IMF は米中貿易戦争の影響試算において「米国が対中輸入全額および自動車・同部品に追加関税を課したことで、企業心理が悪化して投資が減少、金融市場にも負の影響が及ぶシナリオ（confidence shock シナリオ）」を「最悪のシナリオ」としているが、まさにそれが心配される話になる。為替政策報告書のような分かりやすいアクションは引き金になりやすい。

いずれにせよ 2019 年も米中貿易戦争が世界経済および国際金融市場の帰趨を握っている面は否めず、これが両極端に振幅するシナリオは真っ先に要警戒すべきである。

～ECB、量的緩和再開～

次に欧州については何を挙げるべきか。英国の EU 離脱 (Brexit) 方針の撤回、離脱合意なし (ノーディール) での Brexit 決行、イタリアのユーロ離脱 (Italeave) を賭けた国民投票実施、メルケル首相とマクロン大統領の同時退陣等々、相変わらず経済というよりも政治関連で想起されるシナリオが多そうだが、これらはそれなりに市場で囁かれているものだ。本欄で敢えて言及することはしない。これら以外で注目度は高くないものの、完全に否定できない論点があるとすれば、やはり ECB の政策運営の行方が金融市場の想定外に振れる論点は見ておきたい。より具体的には「ECB の量的緩和再開」という展開は可能性こそ低いものの、考える価値はあると考えている。

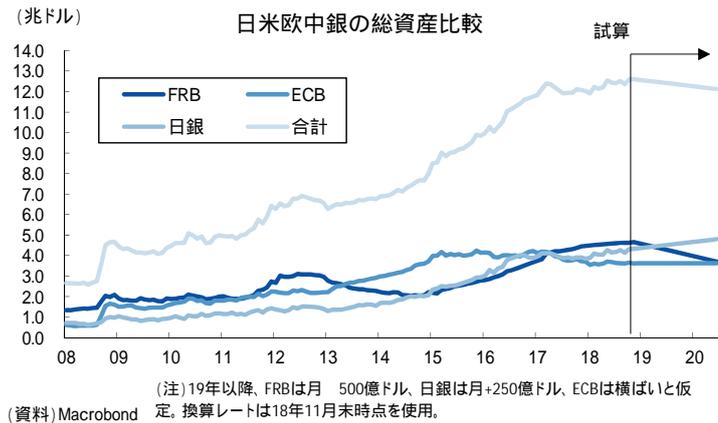
周知の通り、ECB は 12 月の政策理事会で 2015 年 3 月から続いてきた拡大資産購入プログラム (APP、いわゆる QE) を終了させた。だが、ドラギ ECB 総裁自身もそう述べているように、APP というツール自体が消滅したわけではなく、有事に備えツールボックスの中に収められ、いつでも使用可能というステータスにある。だからといって舌の根も乾かぬ 1 年未満で APP を再開することなどあり得ないと考える向きが殆どであろう。だが、過去の経緯を見れば無いとは言えない。例えば APP の変遷を振り返ると 2015 年 3 月に月 600 億ユーロでスタートして以降、約 1 年後の 2016 年 4 月に 800 億ユーロに増額されたが、そこから 1 年後の 2017 年 4 月には 600 億ユーロに減額、その 9 か月後の 2018 年 1 月からは 300 億ユーロに、10 月からは 150 億ユーロに再減額という増減を辿った経緯がある。事に及べば機動的に資産購入額の増減に踏み切る決断力は侮れないものがあるというのが、筆者が ECB に対し抱く印象である。現実問題としてユーロ圏を取り巻く政治・経済情勢は率直に言って非常に悪く、ECB の強気の政策運営が「浮いている」という印象は否めない。未だにリスクバランスを「均衡 (balanced)」と評価している事実に関し、疑義を唱える向きは多い。

2017 年から 2018 年にかけて、ECB は淡々とタカ派姿勢を貫いたものの、2018 年最後の政策理事会における声明文では地政学や保護主義、新興国の脆弱性や市場のボラティリティなどを理由に「リスクバランスは (今は均衡しているが) 下方に向かっている (the balance of risks is moving to the downside)」との表現を加えた。この修正は 2019 年に待ち受ける厳しい未来への布石ではないだろうか。仮に、現在予想が増え始めているように、2019 年中に FRB が正常化プロセスの手を止めることになった場合、ECB の関心事は「利上げ着手や再投資停止のタイミング」ではなく、「APP を再稼働させるべきタイミング」になるだろう。少なくとも長期金利の騰勢に悩まされ続けているイタリア政府は現時点でもそれを望んでいるはずだ。政治・経済にまつわる基礎的条件の悪さを踏まえれば、APP 再復活と共に ECB の「あまりにも儂い正常化プロセス」がクローズアップされるリスクは頭の片隅に置く価値があるだろう。

～日銀は「空気を読める」か～

最後に日本に係る想定外を検討して締めたい。当然、消費増税先送りや安倍政権の退陣 (これに伴う黒田総裁の退任) などに思索を巡らせる向きは多そうだが、やはり金融市場という目線からは日銀の政策運営を注視したい。具体的には、欧米の金融政策の強気姿勢がピークアウトするという声が多い中、日銀がワンテンポ遅れて明示的な正常化 (端的には利上げ) に踏み切るリスクには目を向けておきたい。本稿執筆時点の現状を整理すれば、ECB が資産購入を停止させることで、日

米欧三極の中央銀行のバランスシート合計規模は 2019 年 1 月以降、前月比で減少する局面に足を踏み込むことが予想される(図)。2019 年初頭はリーマンショック以降で最も欧米の金融政策が最もタカ派に振れている状態で迎える年と言って差し支えないだろう。だからこそ、米金利は上がり、ユーロ圏の金利も連れ高になりやすく、これに日銀も乗せられやすい(言い方を変えれば正常化に踏み切りやすい)市場環境が存在すると考えられる。



もちろん、消費者物価指数(CPI、コア)が依然として前年比+1.0%程度での推移に収まっている以上、明示的な引き締めの大義は立ちにくいし、何より 2019 年 10 月に消費増税が控えている以上、それまでは慎重な政策運営しかできないというのがもっぱらのコンセンサスである(そういったフォワードガイダンスを提示済みである)。だが、マイナス金利が副作用を伴うリバーサルレートであることはもはや市場参加者にとっては公知の事実であり、これを撤回すること自体、むしろ景気にポジティブな決断だと主張する道は残されている。日銀も同様の胸中である雰囲気は節々から感じる。

だが、「理屈は正しくても、言い方やタイミングを間違えると強烈な不興を買う」というのは白川総裁時代を通じて日銀が痛烈に学んだことであろう。少なくとも「FRB が利上げを止めるタイミング」が「日銀が利上げを始めるタイミング」が重なる(もしくは近くなる)というのは、先進国の中でもとりわけ為替相場に固執する日本経済(ひいては社会)において相当勇気の要る政策運営であり、可能性は非常に低いはずである。しかし、中央銀行は時に市場の思惑を超えて正常化への拘泥を見せることがある。それがマイナス金利の撤回やイールドカーブコントロールにおける操作対象金利の短期化(10 年→5 年)といった分かりやすい形で現れる可能性は否めないだろう。世界経済がピークを超え、欧米中銀の政策運営が曲がり角を迎えそうという空気を讀んだ上で慎重な政策運営が貫けるのか。そうとも限らないというリスクが日銀については小さいながらもありそうである

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.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
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株値～
2018年12月4日	バרי暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買値」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買値」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
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」
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～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～齟齬は新興国に～
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～蕭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(「ク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」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)