

みずほマーケット・トピック(2020年1月27日)

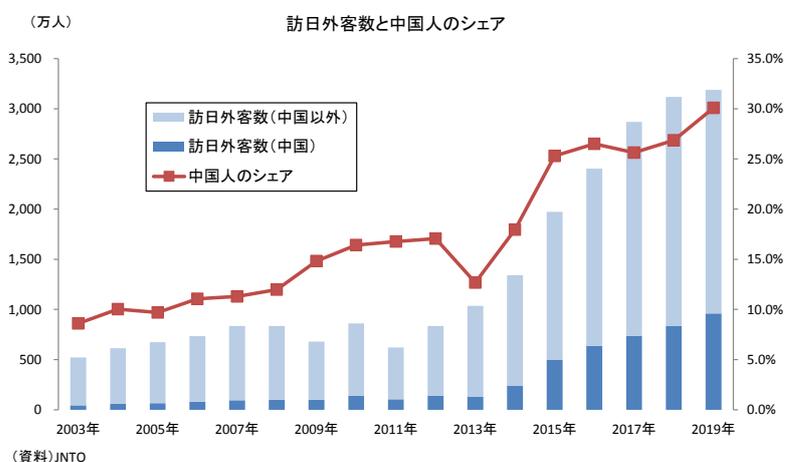
疫病リスクと金融政策への影響などについて

金融市場では中国発の新型肺炎の感染拡大が報じられる中、リスクオフムードが先行。今次パニックの類似例として2003年の重症急性呼吸器症候群(SARS)が思い返されるが、2003年の中国からの訪日外客数は44.8万人であり、現在(2019年:959.4万人)とは比較にならない。当然、インバウンド需要に依存してきた各種産業への影響は心配だが、対外経済部門への影響も注視したいところ。現在の日本の国際収支統計上、サービス収支は概ね均衡状態にある。2000年代前半には▲4兆円程度の赤字を出していたわけだが、中国人旅行客の増加を中心として旅行収支が黒字に転化したことが大きい。現在のサービス収支が2003年当時同様の▲4兆円程度の赤字だった場合、断続的に黒字と赤字を行き来している現在の貿易収支ではカバーできず、貿易サービス収支では赤字が常態化する計算になる。需給面では小さな話ではない。また、新型肺炎騒動がこのまま継続した場合、主要国の金融政策運営にも影響を及ぼす可能性も。とりわけ中国減速が欧州経済の立ち直りを阻害するとすれば、2019年の二の舞である。

～疾病リスクのマクロへの影響～

先週から今週にかけての金融市場では中国発の新型肺炎の感染拡大が報じられる中、リスクオフムードが先行しており、ドル/円相場は本日、1月8日以来の108円台に突入している(なお、今朝の円高地合いにはイラクの米大使館にロケット弾が直撃したとの一報も寄与していそう)。湖北省武漢から始まった今回の感染騒動は既に欧米各国にまで及んでいる。日本でも感染例が複数報じられており、春節を迎え多数の中国人が訪日することを踏まえ(渡航禁止されているものの)、患者の入国が完全に水際で防止できるのかという点に不安も抱かざるを得ない。また、感染拡大への不安もさることながら、やはり今後の経済・金融情勢への影響も気掛かりである。既報の通り、訪日中国人の激減を通じた景気への影響は現実的な問題として浮上する。

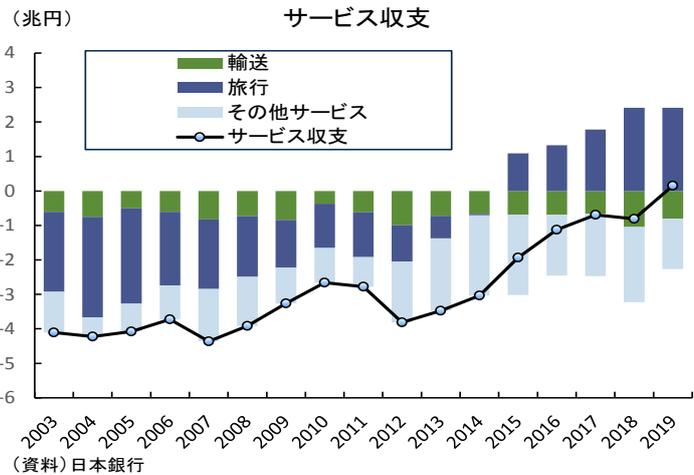
今次パニックの類似例として2003年の重症急性呼吸器症候群(SARS)が思い返されるが、2003年の中国からの訪日外客数は44.8万人であり、現在(2019年:959.4万人)とは比較にならない。全体に占めるシェアで言えば、8.6%から30.1%への急上昇だ(図)。よってマクロ経済へのインパクトも比較にならないであろうことは想像に難くない。



直感的にはインバウンド需要に依存してきた各種産業(特に小売業や宿泊・飲食サービス業)への

影響が直感的に思い浮かぶところだが、金融市場、とりわけ為替市場への影響という意味でも気になる論点ではある。近年、本邦の対外経済部門はインバウンドの存在で大きく変化している。

現在、国際収支統計におけるサービス収支は概ね均衡状態にある。しかし、2000年代前半には▲4兆円程度の赤字が常態化していた。図に示す通り、輸送収支やその他サービス収支の状況が変わったわけではなく、ひとえに旅行収支が黒字に転化したことが大きい。要するに、来日して日本に外貨を落としてくれる訪日外客数が増えた(2003年の521.1万人から2019年は3188.2万人へ6倍以上に増えた)のであり、これは観光産業が

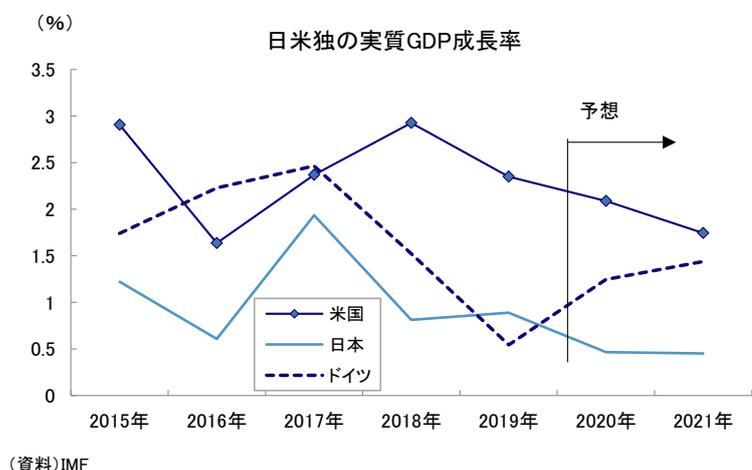


日本経済にとって重要な輸出品目になったという解釈もできる。仮に、現在のサービス収支が2003年当時同様の▲4兆円程度の赤字だった場合、断続的に黒字と赤字を行き来している本邦の貿易収支(例.2019年は▲1.6兆円、2018年は▲1.2兆円、2017年は+2.9兆円)ではカバーできず、貿易サービス収支で見れば赤字が常態化することになる。円相場の需給環境ひいては円相場の見直しを作る上で小さくない話である。

～SRAS 緩和と世界経済へのリスク～

為替市場への影響という観点からは日銀の「次の一手」に影響するかという論点も無視できない。1月21日の会見で黒田日銀総裁はこの点を問われ、「現時点で何か予想のようなことを申し上げるのはまだ早い」、「今の時点で SARS とか鳥インフルエンザのような影響がありうるとか、その可能性が高いっていうふうにはみておりません」と詳しい回答を控えた。ここで2003年当時の福井体制の挙動を振り返ると同年5月に「東アジアでの新型肺炎の影響を巡る不確実性に加え、株価、為替相場の不安定な動きなど、先行き不透明感がこのところ強まっている」として量的緩和の拡大(当座預金残高の目標値を「22～27兆円程度」から「27～30兆円程度」)を決定している。疫病リスクが追加緩和の理由となった前例がある以上、感染の状況次第で市場催促が始まる可能性はある。

とはいえ、次回会合は3月18～19日とかなり先になる。それまでに収束しているのが最善のシナリオであり、その可能性を願うばかりである。一方、この新型コロナウイルスに係る騒動が次回会合まで継続していた場合、新たなリスク要因として言及し、政策運営の修正をもたらす事態になっている可能性はある。その際、事態は「インバウンド減退による日本経済減速を理由に追



加緩和」という国内問題だけでは済まないだろう。それ以前の問題として、2020 年に立ち直りが期待された中国経済がこの問題で失速を余儀なくされれば、世界経済は復調の契機を失いかねない。

本日の本欄では詳述を避けるが、2019 年の世界経済減速の主犯は中国と欧州だったことを忘れてはならない。とりわけ欧州に関しては中国への自動車輸出が抑制されたことが足枷になったとの指摘が頻繁に見られてきた。そうだとすれば、今回の新型肺炎騒動はほぼ確実と見られる中国経済の減速を通じて、2019 年と同じ光景を世界経済に持ち込む恐れがあるという話になる。また、2019 年の FRB が中国や欧州の減速を理由として「自国(米国)は弱っていないものの予防的に緩和しておく」というロジックに舵を切ったことも思い返したい。そのような事態に至るまでに収束することを願うばかりだが、主要国の金融政策への影響を持ち得るリスクとして新型肺炎リスクを整理すべきと考えたい。

市場営業部
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
2020年1月24日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏面にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガー-ECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版 (ECB政策理事会プレビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版 (ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、需払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と捨てるECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～