

みずほマーケット・トピック(2020年3月25日)

リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～

今月もリスクシナリオに係る論点整理を行う時期だが、もはや新型コロナウイルスの感染拡大によってあらゆる想定外の出来事が実現してしまった。「あり得ない」と考えられてきたことが次々と現実化している中、その上でさらに「あり得ない」ことを想定する必要がある。「最悪のリスクシナリオ」はこのまま年単位で新型コロナウイルスの恐怖に怯えながら経済活動が萎縮する状態が続くこと。逆に、「最善のリスクシナリオ」はウイルスの感染拡大が早期に終息し、抑制されていた消費・投資意欲が実体経済を押し上げることだ。詳細な判断は感染症の専門家に委ねるが、今夏を目処に混乱が長引くのか、それとも終息が早まるのかが注目だろうか。市場参加者として現実的に気にしたい目先のリスクはやはりFRBの挙動。「政策余地が小さいのであれば一気呵成に緩和を強化すべき」という思想が今後も続けば、マイナス金利政策の可能性は払拭できない。仮にFRBがマイナス金利を採用した場合は、今度はその深掘り余地に焦点が当たる。円金利がイールドカーブコントロールで概ねゼロ金利にペッグされていることを思えば、「FF金利の深掘り余地」に焦点が当たる状況となれば日米金利差の逆転という未曾有の事態も。

～使えなくなったリスクシナリオ～

今月もリスクシナリオに係る論点整理を行う時期だが、もはや新型コロナウイルスの感染拡大によってあらゆる想定外の出来事が実現してしまった。いつもであれば本欄で注視するリスクを6つほど列挙し、各々検討を進めるところだが、市場参加者が今検討しなければならないのは「円相場にまつわるリスクシナリオ」という矮小化された議論ではなく、「新型コロナウイルスの感染拡大が世界をどう変えてしまうのか」というより大きな話であろう。毎月の本欄で見てきた細かな論点は検討しても詮無きことになっている。例えば、英国とEUは今年6月末までに英国のEU離脱(ブレグジット)にまつわる移行期間延長可否を決断する必要がある。本欄では、結果的に延長が決断されず、通商交渉も頓挫することで今年12月末に実質的なノーディール離脱になってしまう展開を警戒してきた。だが、現状を踏まえれば、移行期間は有無を言わず延長される可能性が非常に高い。ただでさえ経済・社会が混乱しているところにわざわざ不確定要素を持ち込む必要はない。五輪ですら延期されようとしているのだから、元より延長可能な移行期間を「延長しない」ことは考えにくい。済し崩し的に移行期間は2021年に及ぶというコースに入っているのではないか。

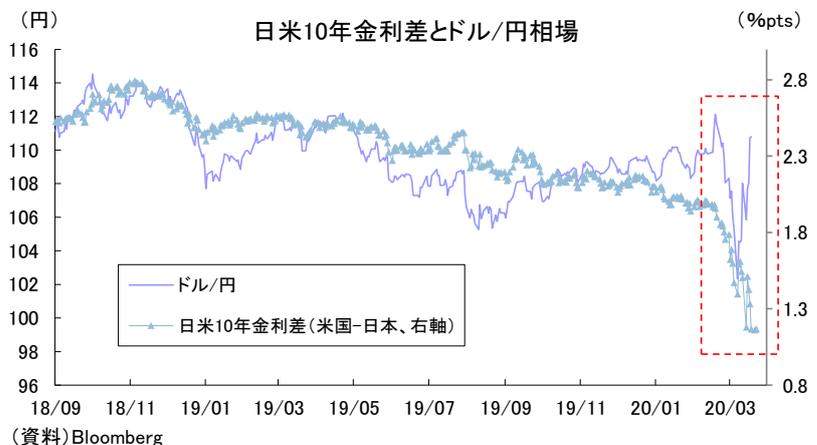
それ以外にもトランプ米政権による巨額の財政出動も本欄では警戒してきた。しかし、これも既にコロナショックに乗じて決定されようとしている。本稿執筆時点では米議会の通過が難航しているものの、この混乱状況で野党・民主党が反対を続けるのは容易ではない。大統領選挙を控えていることを思えば尚のことだ。今後、停滞が長引いてくれば、トランプ政権の象徴とも言える保護主義政策が後退に向かい、対中関税の取り下げなども検討される可能性もあるだろう。政策対応に伴うアップサイドリスクとして警戒してきた論点(以上のこと)が一気に実現しているのが現状と言える。

～現実的に構えるリスクは「FF 金利のマイナス化」～

こうして新型コロナウイルスの感染拡大により「あり得ない」と考えられてきたことが次々と現実化している中、その上でさらに「あり得ない」ことを想定するのは容易ではない。「最悪のリスクシナリオ」はこのまま年単位で新型コロナウイルスの恐怖に怯えながら経済活動が萎縮する状態が続くことである。逆に、「最善のリスクシナリオ」はウィルスの感染拡大が早期に終息し、抑制されていた消費・投資意欲が実体経済を押し上げることである。前者のシナリオであれば、株を筆頭とするリスク資産は徹底的に手放されることになる。後者のシナリオであれば、リスク許容度の改善に応じて 2 月初旬の株価水準などを目指すことになる。中国当局の情報発信が真実とすれば震源地となった武漢における感染拡大が終息しているので、欧米も夏頃までには世界も落ち着きを取り戻すことを期待したいところだ。リスクシナリオはこれより長引くのか、それとも短期終息するのかで分岐する。

現状、それ以上の事は論じようがないが、市場参加者として現実的に気にしたい目先のリスクはやはり FRB の挙動だろう。3 月だけで 150bps の利下げと無制限の量的緩和 (QE) を決めてしまった今、残された手札はマイナス金利政策しかない。もちろん、緊急利下げの直後も含め、パウエル FRB 議長を筆頭として FRB 高官は終始マイナス金利に反対する立場を表明してきた。しかし、ECB も日銀も否定しつつ、導入はある日突然だったことを思えば予断を許さない。過去の本欄でも議論したように、一連の踏み込んだ政策対応はウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁の思いを強く反映したものだと言われている。「残された政策余地が小さいのであれば一気呵成に緩和を強化すべき」という思想が今後も続くのだとすれば、マイナス金利政策の可能性は払拭できない。

仮に FRB がマイナス金利を採用した場合は、今度はその深掘り余地に焦点が当たるはずだ。ドル/円相場は目下、「金利差なき世界」で道標を失っているが、円金利がイールドカーブコントロールで概ねゼロ金利にペッグされていることを思えば、「FF 金利の深掘り余地」に焦点が当たる状況下、日米金利差の逆転という未曾有の事態も目にするかもしれない。もちろん、可能性



は非常に低い話である。だが、ここまでくれば「あり得ないことはあり得ない」という心持ちが必要であり、リスクシナリオの 1 つとしては価値があるものだろう。もちろん、円高リスクである。

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3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュースタート～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初末変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(急避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
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
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②～
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②～
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債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
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政策理事会レビュー～デビュースタート、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	「株価の戻り」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～輸出拠点が裏目にたドイツ～
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