

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 21 日)

資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF 報告～

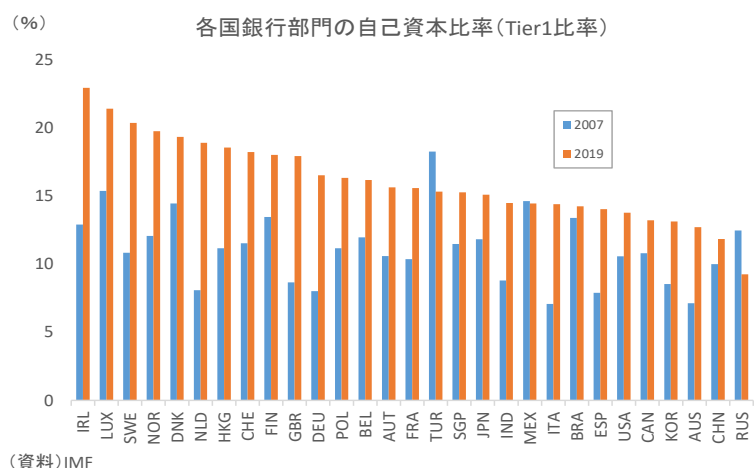
先週の本欄では IMF の「世界経済見通し(WEO)」を受けてその内容を議論したが、続けて発表された「国際金融安定報告書(GFSR)」も取り上げてみたい。メディアのヘッドラインでは「大恐慌以来」というキャッチーなフレーズと共に WEO が注目されているが、実際に「金融市場で起きたこと」を仔細に把握するのであれば GFSR の方が適している部分も。取り上げるべき論点は少なくないが、リーマンショック時と比較した際の良い点と悪い点について気になった点を列挙してみたい。結論から言えば、目についた良い点は金融システムの頑健性、悪い点は資金逃避のスピードである。とりわけ後者についてコロナショックはリーマンショック以上であることが目を引く。未曾有のショックという表現で差し支えないだろう。過去 10 年間で国際金融市場が「ドル化した世界」という疾患を抱えた事実を踏まえると、これから起きる「新興国発の債務危機」は懸念される筋合いにある。未だ WEO も GFSR もフルバージョンの発表が控えられているものの、掲載される多様なデータはヘッドラインからだけでは分からない重要な情報を豊富に含んでいる。

～リーマンショック時と比較した良い点・悪い点～

先週の本欄では IMF の「世界経済見通し(WEO)」を受けて、その内容を議論した。本日の本欄ではこれに続けて発表された「国際金融安定報告書(GFSR)」も取り上げてみたい。WEO がマクロ経済への影響を主に分析するのに対し、GFSR は金融市場における資本フロー動向に着目し、各国・地域、資産への影響を分析する。メディアのヘッドラインでは WEO の「大恐慌以来」というキャッチーなフレーズが躍ったが、実際に「金融市場で起きたこと」を仔細に把握するのであれば GFSR の方が適している部分もある。WEO 同様、取り上げるべき論点は少なくないが、本日はリーマンショック時と比較した際の良い点と悪い点について気になった点を列挙してみたい。結論から言えば、目についた良い点は金融システムの頑健性、悪い点は資金逃避のスピードである。

～良い点:金融システムの頑健性～

まず、良い点だが、IMF は金融システムの頑健性について前向きな評価を与えている。コロナショックは既に深刻な傷跡を経済・金融面でもたらしているが、不幸中の幸いは大手金融機関の破たんに伴うシステムリスクが抑制されていることだろう。リーマンショック時は流動性制約や保有資産の損失拡大を通じて金融機関の経営が悪



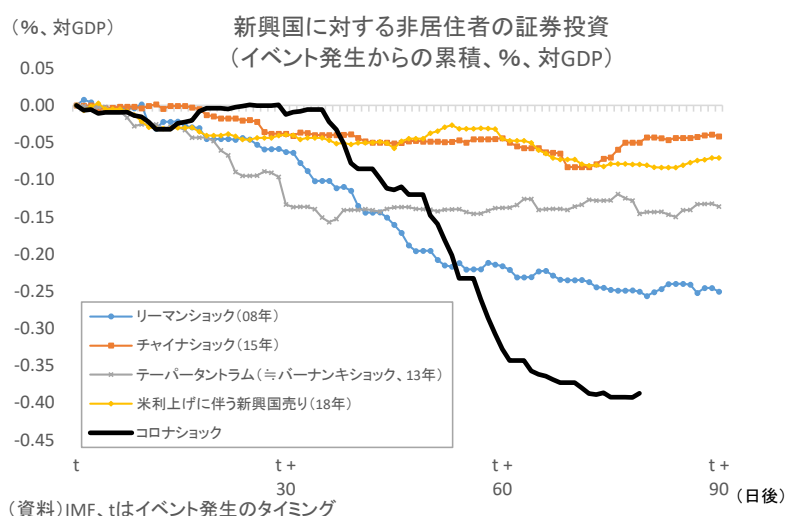
化し、事態が一段と深刻化した。この点、自己資本比率(Tier 1 capital ratios)について 2007 年末と 2019 年末を比較すると、大手金融機関は軒並み損失に対するバッファーを積み上げており、衝撃耐性を強めている。GFSR では Tier 1 capital ratios の平均について、2007 年末対比で 400bps 以上の改善(上昇)が見られていると指摘している(前頁図)。周知の通り、リーマンショック(やその前振れとなったサブプライムショック)を受けて銀行監督は著しく強化され、多くの各種規制が敷かれてきた。過去 10 余年で金融機関は収益性の代償に頑健性を手に入れたのであり、その恩恵が今発揮されているという事実について GFSR は前向きな評価を与えている。

もっとも、コロナショックを受けた景気低迷とこれに伴う与信環境の悪化はこれから到来するという見方もある。この点、GFSR でも「経済活動の緊急停止が長引くほど、家計や企業に対する与信環境の悪化に直面しやすくなる」との懸念が示されている。とりわけ今後著しい評価減が想定される商業用不動産への融資は相対的に商業銀行が多く抱えていることも指摘されている。商業用不動産にまつわる債務に関し、北米では 53.9%、欧州では 69.4%、アジア太平洋では 70.1%が商業銀行に集中しているという。ストック面で充実した自己資本があるとはいえ、フロー面である収益性が過去よりも低下していることを踏まえれば、損失を吸収するための利益にも乏しいという懸念もある。

総じて GFSR が最も気にするテーマであるシステミックリスクという点に関しては、「現時点では健闘しているが、今後の状況次第では不安もある」という書きぶりであり、決して楽観的ではない。

～悪い点:資金逃避のスピード。リーマンショックの 1.5 倍～

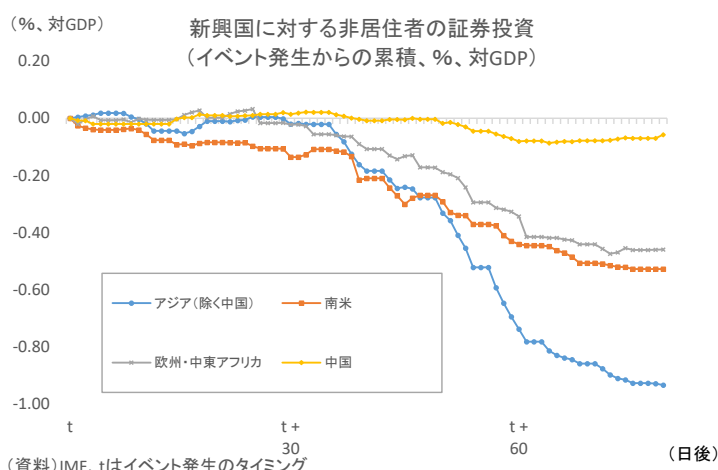
片や、悪い点は資本逃避のスピードだ。こうしたショック時に懸念される新興国からの資本逃避に関し、コロナショックはリーマンショック以上のスピードを伴っている。右図は主な危機発生からの証券投資(株や債券への投資)の累積的な規模を対 GDP 比で追ったものだ。コロナショックはリーマンショックの 1.5 倍程度のスピードで資本逃避が進んでいたことが分かる。なお、2013 年、新興国を大混乱に突き落としたテーパータントラム(バーナンキショック)と比較すると 3 倍程度である。未曾有のショックという表現で差し支えない。



ちなみにこれを国別・商品別に見ると、地域ではアジア(除く中国)、商品では株式からの資本逃避が際立っている(次頁図)。これは高い成長率の織り込みが進んでいたことの反動というのが IMF の見方だ。GFSR は国際金融における脆弱性を国別・セクター別に定期ウォッチしているが、国別には中国やその他新興国、セクター別には非金融法人企業部門および政府部門の脆弱性がリー

マンショック時と比較しても大きいと指摘している。とりわけ、後述するように、「ドル化した世界」というフレーズと共に懸念されてきた新興国の対外債務状況を踏まえると、苛烈な資本逃避が新興国の当該部門をどの程度揺さぶり、国際金融市場全体に波及していくのかが 1 つの注目点となる。現時点では各国の形振り構わない金融・財政政策もあって混乱は起きていない。だが、上述した金融システムへの影響と同様で、それも経済活動停止期間の長さ次第である。「今は大丈夫だが、今後は何とも言えない」という程度の物言いにならざるを得ない。悲観的に言えば、コロナショックはまだ始まったばかりという認識にもなる。

とはいえ、これまで漠然と「リーマンショック以上ではないか」と言われてきた懸念が、WEO や GFSR の現状分析を通じて、定量的な事実の裏付けと共に確認され始めているのは分析者にとって興味深いものである。上述したように、新興国からの資本逃避についてはリーマンショック以上の震度が視認されており、その上で過去 10 年間で国際金融市場が「ドル化した世界」という疾患を抱えたことを踏まえると、これから起き得る「新興国発の債務危機」は懸念される筋合いにあるだろう。現時点における IMF のメッセージは(未だ WEO および GFSR 共にフルバージョンの発表が控えられているものの)、「コロナショックは瞬間風速としてはリーマンショック以上の衝撃を持っている。今後については感染拡大次第」ということを示したに留まるが、報告書で掲載される多様なデータはヘッドラインからだけでは分からない重要な情報を明確に示唆しており、一読推奨である。



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4月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYGCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
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～「不要不急で自減」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政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
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～年初来変化率がプラスに～
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(忌避されるユーロ～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?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジット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～新型肺炎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	「株価の腐」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