

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 7 日)

アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候

「アフターコロナで何が変わるか」という論点で照会を頂くことが増えている。今後、世界の経済・金融情勢はどのように変わっていくだろうか。論点は数多いが、経済分析の立場から直感的に懸念されるのは「民間部門の消費・投資意欲は簡単に戻らなそう」ということ。要は「お金はあまり使わない方が良い」という規範が強まるという懸念である。ワクチンができるまでは経済活動がアクセルを踏むのは難しいはずであり、成長を駆動する消費・投資意欲はある程度抑制された状態が続くだろう。貯蓄・投資(IS)バランスで言えば、民間部門(家計部門+企業部門)の貯蓄過剰が各国で常態化する恐れがあり、それは世界が日本化の度合いを強めるということでもある。こうした動きはアフターコロナにおいて想像されるかなり確度の高い未来だと筆者は考えている。結果として、中銀バランスシートが金利上昇を抑制する「身代わり地蔵」として膨張するだろう。その際に、為替市場に与える影響がどのようなものかも興味深い論点である。

～「アフターコロナで何が変わるか」～

先進各国における新型コロナウイルスの感染拡大は程度差はあれどもピークアウトしており、にわかには外出規制などについて緩和競争に似たムードが強まっている。この点、「アフターコロナで何が変わるか」という論点で照会を頂くことが増えている。具体的には「新型コロナウイルスの感染が終息しても世界は元に戻らないのではないか」という問題意識が世間に浮上しており、これが経済・金融情勢をどのように変えていくと思われるのかという照会である。政府の専門家会議が打ち上げた「新しい行動様式」という仰々しいフレーズが「もう世界は元には戻らないかも」という恐怖を余計に駆り立てるものだ(単なる感染症対策を行動様式と銘打つことに関しては違和感がある)。

ビフォーコロナでは通商問題を軸に米中関係が悪化の一途を辿っていた。しかし、それが第一段階合意を契機に雪解けの兆候を探り始めたのが今年 1 月上中旬だった。もう随分昔のことに思われる。コロナショック直前は「米中貿易摩擦の解消」を弾みとして金融市場が盛り上がっていたのである。だが、新型コロナウイルスの発生源を巡って米中は再び対立の度を強めており、今回のショックで世界が負った傷があまりにも深いことも合わせ見れば、再び米中関係は冬の時代に入るように思える。この辺りは政治・外交の専門家ではなくとも容易に想像がつく。早速、トランプ米大統領はウイルス拡大を巡る中国の初動対応の不味さを理由として報復関税の意思を表明している。

～結局、「内部留保の蓄積」は正義だったのか～

経済分析の立場から直感的に懸念されるのは「民間部門の消費・投資意欲は簡単に戻らなそう」ということだ。要は「お金はあまり使わない方が良い」という規範が強まるという懸念である。そもそも相手が目に見えぬ脅威であり「冬場になるとまた本格化するかも」という恐れが根強いことを考えると、ワクチンができるまでは経済活動がアクセルを踏むのは難しいはずであり、成長を駆動する消

費・投資意欲はある程度抑制された状態が続くだろう。この懸念が現実化する公算は大きい。

周知の通り、日本企業に関しては元々「内部留保を溜め込み過ぎ」という批判的な論調が長年展開されてきた。一方で賃金が伸びてこない現実には政府・日銀(というよりもアベノミクス)は苦慮してきた。その日本企業に根付く行動規範を如何にして政策的に変容させるのかが2012年以降の黒田日銀、いや安倍政権の命題だったと言える。だが、今回のコロナショックを

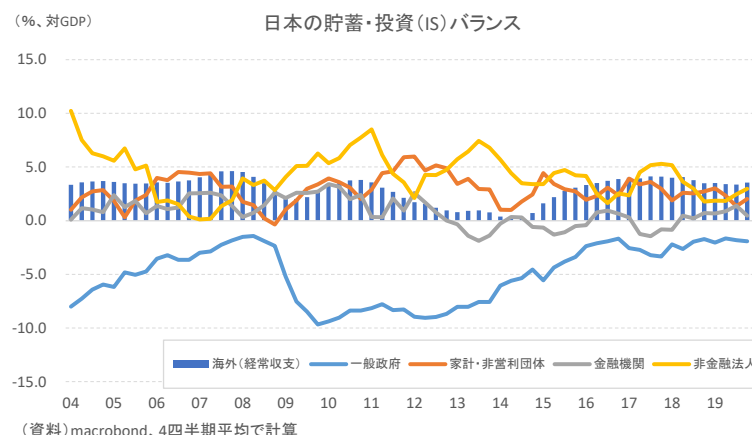


を経て、むしろ「それがあるから助かった」という成功体験に似たものが出来たと考えられ、これまで目指してきた日本企業の行動変容は一段と難しくなった印象がある。もちろん、周知の通り、利益を現預金だけに投下してきたわけではなく、直接投資という形で期待収益を追求してきた面もある。今回、その分は痛手を被るだろう。但し、内部留保、とりわけ現預金の伸びが高かったのも事実であり(図)、これがショックの緩衝材になったとの評価も誤りではない。それはデフレ払拭の障害とも指された日本企業の行動原理が今後も根本的に変わるのとは難しくなりそうという話になる。

ちなみに、いくら企業のショック耐性が強化されていると言えども、実体経済の緊急停止期間が延びるほど企業体力は弱まる。今は大丈夫でもどこかで非線形に経営不安が急拡大する可能性は否めないだろう。この点、4月末には「新型コロナウイルス感染拡大がいつまでに終息すれば経営的に乗り切れるか」という質問を中小企業に行ったところ(実施は3月末)、「3月末」が約7.1%、「4月末」が約20%、「5月末」が約17%、「6月末」が約16%と回答したことが報じられている¹。即ち仮に緊急事態宣言があつと1か月、(6月末まで)再延長されれば中小企業の6割は破綻に追い込まれるという結果である。また、既に4割以上の中小企業は今回の延長によって破綻懸念があるということでもある。今回の延長決定はそれほどまでに重い決定と考えるべきである。

～IS バランスの世界的「日本化」～

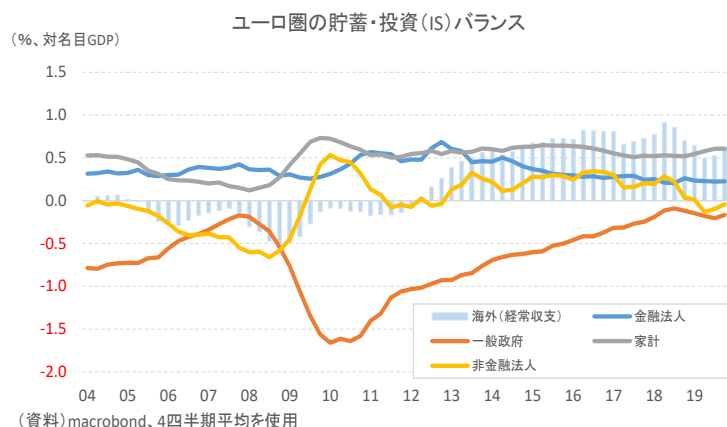
マクロ経済分析において動学的資源配分の要となるのは貯蓄・投資(IS)バランスである。日本の「失われた20年」は民間部門(家計部門+企業部門)の貯蓄過剰を政府部門が借り入れる(貯蓄不足になる)という構図が定着してきた(図)。金融危機後はユーロ圏でもこの兆候が強まり²、それに伴って物価の趨勢が衰え、金利も成長率も



¹ 共同通信「中小企業調査「6月末まで」6割 コロナ終息遅れで経営危機の恐れ」2020年4月26日

² 拙著「欧州リスク：日本化・円化・日銀化」(東洋経済新報社)をご参照下さい。

緩やかにしか動かなくなった。IS バランスで確認される「民間部門の消費・投資意欲の衰退」は日本化を診断する上での最も重要な動きの 1 つである。そうした動きがユーロ圏は元より世界レベルで潮流となり(図)、世界経済の成長率が鈍化するというのがアフターコロナにおいて想像されるかなり確度の高い未来ではないかと筆者は考えている。



既に各国当局は未曾有の財政出動を行うことについて積極姿勢を示しており、全世界でその額は 8 兆ドル(IMF)にも上るとされている。IS バランスから読み解くのであれば民間部門で消滅した消費・投資を 8 兆ドルでどれほど埋められるかが問われている局面である。リーマンショック後を超える財政出動規模を果たして民間部門だけで賄い切れるのかという論点が注目であり、それは(賄いきれないとの視点に立った上で)金利上昇懸念とリンクしてくるわけだが、昨今の中央銀行の動きを見る限り、「金利が上がれば買うだけ」であろう。それゆえ金利上昇が持続し、それが実体経済を脅かす展開は可能性が低いと思われる。これを慢心と言われれば、その通りかもしれない。

～「中銀バランスシートの健全性」と「通貨の信認」というテーマ～

また、そのような展開は中央銀行が金利上昇を防ぐべく「身代わり地蔵」になっただけでもある。日本が抱える巨額の外貨準備は過去に行われた円売り・ドル買い介入の結果であり、この意味で円高の「身代わり地蔵」だったが、今後は世界で膨らむ中銀のバランスシートが金利上昇の「身代わり地蔵」という風潮が強まっていくのだろうか(日本は既にそうだ、という指摘はもちろんある)。

とすれば、「中銀バランスシートの健全性」と「通貨の信認」もアフターコロナではテーマになる可能性がある。この点、筆者は「バランスシートの健全性」と「通貨の信認」は基本的にさほど強く繋がっていないと考える立場だ。自国通貨高を止めるために多額の為替差損を被り、債務超過の疑いが強まったスイス国立銀行(SNB)の例もある。1970 年代にはドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)もマルク高によって外貨準備が減少し債務超過に陥っている。「通貨の信認」が強過ぎて債務超過に陥った例がある以上、中銀が多額の国債を買ったからと言ってそれが「バランスシートの健全性」を損ねる話になるとは限らないし、損ねたからと言って「通貨の信認」が棄損し、当該通貨の下落を想起させるとも限らない。しかし、為替市場は常に直情的であり、その時々テーマが流れを作るといふ認識は持つ必要がある。「理論的に正しい」と「実務的に正しい」は異なる。とりわけフェアバリューが無いと言われる為替の世界ではその時々テーマにどれだけ市場参加者の心理がなびくかが重要である。その際、恐らく最もターゲットになりやすいのは経済規模対比で中銀バランスシートが膨張している国の通貨だろう。主要国では唯一 GDP 比で 100%を超える規模を誇る日銀そして日本円は槍玉に上がりやすく、本邦市場参加者としては念頭に置いておきたい論点である。

なお、「通貨の信認」問題はそのまま「アフターコロナはインフレか？デフレか？」という論点にも及ぶだろう。この点については明日以降の本欄で別途議論したい。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
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～
	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YCC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～改めて金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかにになった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減した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	債券相場の現状と展望～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)