

みずほマーケット・トピック(2020年5月26日)

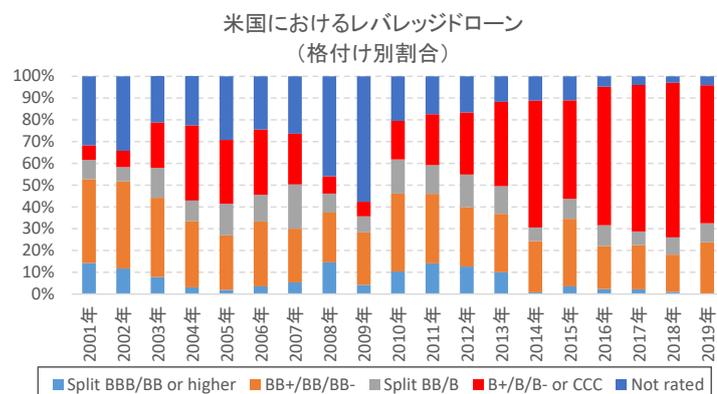
IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの

未完の状態で見送られていた IMF の「世界経済見通し(WEO)」と「国際金融安定報告(GFSR)」について、ようやくチャプター2 以降が明らかになった。いずれも興味深い論点が目白押しだが、とりわけ GFSR が指摘する企業債務の実情が興味深い。企業債務の「質」が劣化している事実はコロナショック以前から次の「危機の芽」として警戒されてきた。具体的には低格付け企業に対する貸出(いわゆるレバレッジドローン)の抱える問題点が指摘され、今後懸念される論点も示されている。14 年以降、レバレッジドローンの質が急激に劣化しており、これが 3 月に金融市場が「悲観の極み」に陥る主因になったと考えられる。GFSR は今後 5 年間で返済期限を迎えるローンが記録的な額にのぼると指摘。とりわけ、その多くが低格付け商品に集中し、現在のような景気後退局面では格下げも絡んで、借り換え環境が一段と厳しくなる展開に懸念が示されている。かかる状況下、見通せる将来において FRB の政策運営は保守的にならざるを得ず、安定的に低金利の方針を提示できる FRB 版 YCC の導入が視野に入るところ。

～WEO/GFSR の続報～

先週は IMF から未完の状態が続いていた「世界経済見通し(WEO)」と「国際金融安定報告(GFSR)」について、ようやくチャプター2 以降が公表されている。両報告書とも本欄¹では目を引く論点について議論済みだが、チャプター2 以降でも興味深い分析が目白押しであった。とりわけ、GFSR ではコロナショック以前から次の「危機の芽」として警戒されてきた企業債務の内情について克明に問題点を指摘している。具体的には低格付け企業に対する貸出(いわゆるレバレッジドローン)の抱える問題点が明らかにされ、今後懸念される論点も示されている。

図示されるように、米国におけるレバレッジドローンは B 格付けもしくは CCC 格付けでの実行が過去 10 年で急増しており、近年では 6～7 割を占めるに至っている。また、こうしたデータから容易に推察されるように、クレジット市場では新たに組成された投資適格級格付け資産の半分以上が BBB という事実もあり、市場では従前から危険視されてきた。こうした債務市場はショックに脆弱と考えられ、ショックを受けて格付けが即座に投機的等級に引き下げられ、当該企業の資金調達難



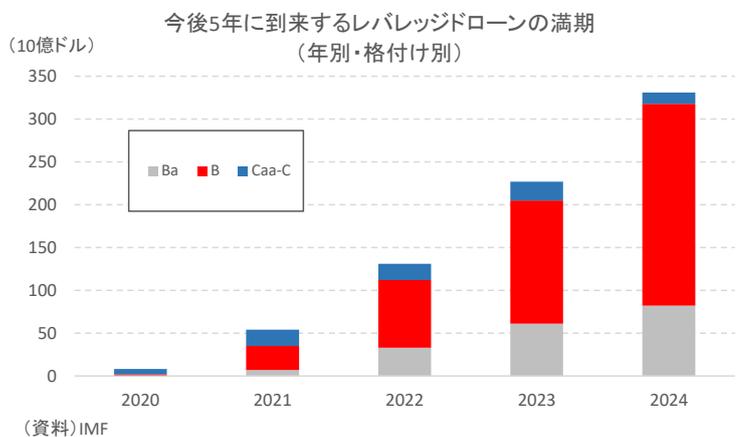
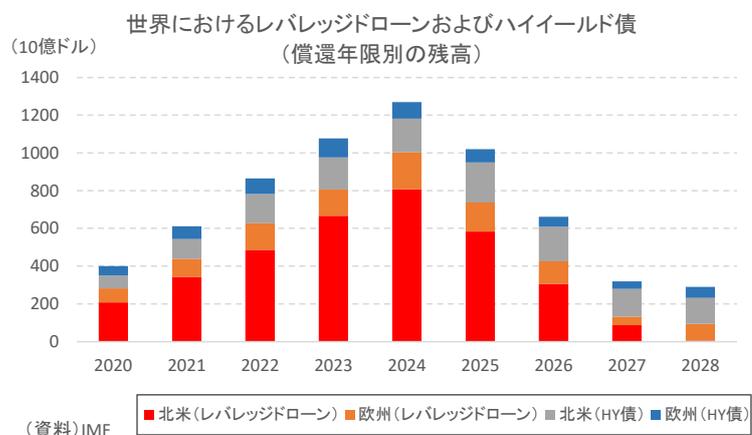
¹ 本欄 2020年4月17日号『「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～』および4月21日号『資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～』をご参照下さい。

に直結する恐れがある。こうした点は FRB も今年 2 月の金融安定報告書で指摘していた。金融市場が「悲観の極み」に陥った 3 月はまさにその懸念が的中したと考えられ、だからこそ各種資産購入に係る FRB の挙動が非常に大胆かつ迅速なものになったのだと考えられる（とはいえ長期戦を見据えれば、政策金利の引き下げペースは性急過ぎたと筆者は考えている）。

2014 年以降、B 格付けもしくは CCC 格付けでの発行が優に 50% を超えるようになってきているということは、この頃から実体経済対比で流動性が過剰に存在したということだろう。また、2014 年といえば、ECB がマイナス金利を導入した年でもあり、欧州から金利が消滅したタイミングでもある。米国では実体経済に照らして過剰な緩和環境、米国外では運用難が極まった結果としてレバレッジドローン市場が活況を呈し、近年では行き過ぎたリスクテイクに至ったと考えられる。

～今後 5 年が「山」か～

以上は危機に至る「過去」の分析に過ぎないが、GFSR では「将来」への懸念として今後数年についての警戒を呼び掛けている。IMF は「短期的に見れば、ハイイールド債やレバレッジドローンの借り換えリスク (refinancing risks) は管理可能である一方、中期的には問題含みであり、今後 5 年間にいて返済期限を迎えるローンは記録的な額にのぼる」と指摘している。右図(上)に示されるように、今後 4～5 年(とりわけ 2024 年までの 4 年間)で米国では多額のレバレッジドローンが返済期限を迎える。この際、借り換えに支障が出た場合、債務不履行の頻発などを通じて大幅な損失が生じ、システミックなリスクが生じないかが懸念されることになる。しかも、右図(下)で示すように、その償還の多くが低格付け商品に集中しており、現在のような景気後退局面では予見される格下げも絡んで、さらに借り換え環境が厳しくなるであろうことに懸念が示されている。



～FRB の「次の一手」は YCC か～

ここまでの現状と展望を踏まえた上で、米国の金融政策の先行きを検討する必要がある。真っ当に考えれば、上記の企業債務の実情に鑑みれば、今後 5 年ほどは金融政策が引き締めに至ることは難しいと察する。まずはこの期間に「緩和」から「中立」にシフトできるかが課題だろう。リーマンショックを思い返してみたい。2008 年 9 月にショックが発生し、矢継ぎ早に緩和策が実施された後、正

常化プロセスへの着手を表明できたのが4年8か月後の2013年5月だった(いわゆるバーナンキショックのタイミング)。やはり「大きなショックを受けてから5年程度」というのは1つの目安ではないか。ちなみに、さらに利上げに転じることができたのは2015年12月とそれから2年7か月後だ。ショックから7年3か月かかっている。今回のショックがリーマンショック以上と言われていることに鑑みれば、「次の一手」として政策金利の引き上げを示唆できるのは相当先になるだろう。

現状を踏まえれば、「次の一手」は恐らく緩和になるだろう。4月分のFOMC議事要旨を元にとすると、FOMCでは「次の一手」に関し①フォワードガイダンスの明確化(経済指標に条件付けるoutcome baseや特定の期間に紐づけるdate base)、②資産購入方針の明確化、そして③中・短期の国債利回りを特定水準にペッグするための国債購入などが検討されている。③は言うまでもなくFRB版イールドカーブコントロール(YCC)だ。いずれの枠組みが採用されるにしてもマイナス金利のように副作用のリスクを背負ってまで無理して緩和の強度を大きくしていく方向よりも、現行の緩和レベルを長期的に持続するという姿勢が見て取れるところである。持続性という一点について言えば、少なくとも日本ではYCCが実証済みである。米国内における低格付け企業の債務状況が依然芳しくなく、今後到来する多額の借り換えを軟着陸させていくのだとすれば、マイナス金利導入によってシステミックなリスクを呼び起こす賭けに出るのではなく、まとまった期間、金利の低位安定を約束するYCCやこれに付随するフォワードガイダンス強化の方が理に適ったメインシナリオということになるだろう。そうなった場合、ドル/円相場に対する含意は「さらに動かなくなる」というものであり、相対的に需給や物価という変動要因の重要性が大きくなると考えられる。

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.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
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
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
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(原油急落を感じる株・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)
	リスクシナリオも練り直し～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～「抜かすの宝刀」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」～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～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
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～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
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～)