

みずほマーケット・トピック(2020年10月20日)

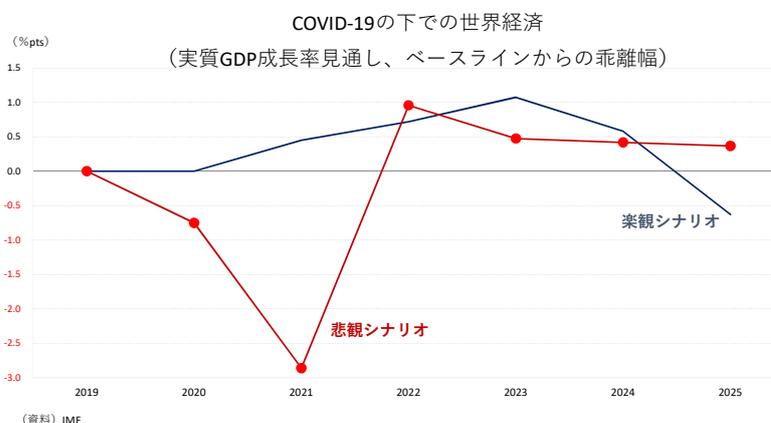
IMF 秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ

10月13日に公表されたIMF秋季世界経済見通しでは、今春の見通し同様、新型コロナウイルス(以下 COVID-19)の拡大状況に応じたリスクシナリオの分岐が提示された。今回示されたリスクシナリオは従来のそれよりはシンプルで、①ダウンサイドシナリオと②アップサイドシナリオの2つが提示されている。両者のシナリオに共通する後遺症効果(scarring effect)の動きは興味深い。足許から1年という予測期間に関して言えば、注意すべきは②のアップサイドシナリオ。恐らく市場参加者は①のシナリオをある程度覚悟しているのではないかと。FRB自身が「利上げは2024年以降」という情報発信をしているのだから、中銀ウォッチひいては金利の世界ではむしろ①はメインシナリオに近そう。一方、②のシナリオを織り込んでいる向きは多くない。そうなった場合、米金利とドル/円相場の相互連関的な上昇を見込んだ方が良さそう。ドル/円相場の主戦場は米金利の上昇ペースにもよるが、米10年金利が1.5%程度まで上昇するとして「110~115円」あたりにシフトする可能性もある。「明るい未来」は想定外と言わざるを得ない。

～秋季世界経済見通しで示されたリスクシナリオ～

先週13日に公表されたIMF秋季世界経済見通しでは、今春の見通し同様、新型コロナウイルス(以下 COVID-19)の拡大状況に応じたリスクシナリオの分岐が提示された。春季見通しでは①2020年において感染抑制策のためにかかる時間が(ベースシナリオ対比)約50%延びること、②2021年においてマイルドな(ベースシナリオ対比で3分の2程度の)感染拡大の第2波が到来すること、③2020年の感染抑制策に時間が掛かった上に2021年も感染拡大の第2波が到来することといった3つの代替シナリオが提示された。本欄のドル/円相場の見通しもこれに沿って、①ならば年内100円割れ、②ならば来年の主戦場が95~100円にシフトするイメージとし、最悪ケースである③ならば95円を割り込むことまで想定すべきというシナリオを提示してきた。

今回の秋季見通しで示されたリスクシナリオは従来のそれよりはシンプルである。今回、IMFは2つのシナリオを提示している。一つはダウンサイドシナリオで①ワクチンが広く使用可能になるまで感染抑制は困難であり、持久戦(protracted struggle)を余儀なくされるというシナリオ。もう一つはアップサイドシナリオとして②あらゆる感染防止策が

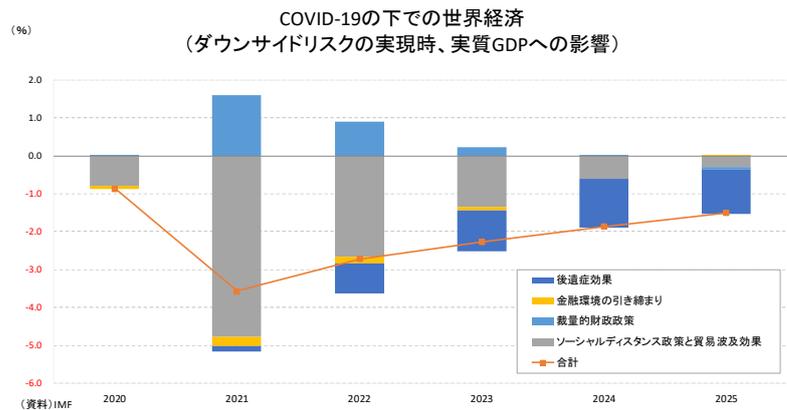


奏功するというシナリオである。もはや、経済や金融に限らず、あらゆる物事がこの2つの前提で分

岐するのが現状だが、経済分析の世界ではことさら、その場合分けが重要になっている。図は①と②に関し、ベースラインシナリオから成長率がどれほど上下に乖離するかを見たものだ。2019 年を起点として 2025 年までの 6 年間で展望した際、成長率の乖離幅を累積した場合、①では計▲1.40%ポイントの下振れ、②では計+2.19%ポイントの上振れとなり、両者の開きは 3.59%ポイントにも達する。文字通り、実現される実体経済は別世界である。なお、余談になるが、通常は「アップサイドシナリオ→ダウンサイドシナリオ」の順に議論を展開することが多いと思われるが、今回の IMF はダウンサイドシナリオを先に持ってきている。その方が可能性が高いと考えているのだろうか。

～後遺症効果が大きいダウンサイドシナリオ～

まず、①のシナリオでは 2020 年後半において感染抑止策が経済活動の直接的な負荷となり、2021 年はワクチンや治療法の開発の想定以上の遅れ、ソーシャルディスタンス政策の継続が重しになる想定である。こうした状況では接触を要するセクター (contact-intensive sector) の経済活動が劣化し、その影響が他セクターに波及していくことが想定される。ある国の内需低迷は他国から見れば外需低迷であるから、貿易取引の低迷を通じて各国経済に伝播し、世界経済の停滞に繋がっていく。図示されるように、こうしたソーシャルディスタンス政策と負の貿易波及効果でダウンサイドシナリオにおける悪影響の殆どを説明できる。



ある国の内需低迷は他国から見れば外需低迷であるから、貿易取引の低迷を通じて各国経済に伝播し、世界経済の停滞に繋がっていく。図示されるように、こうしたソーシャルディスタンス政策と負の貿易波及効果でダウンサイドシナリオにおける悪影響の殆どを説明できる。

このほかダウンサイドシナリオでは 2022 年以降に大きくなる scarring effect (瘢痕効果、要するに後遺症、以下後遺症効果)と呼ばれるダメージも目を引く。今回のような苛烈なショックの後には望む望まないにかかわらず各種の構造改革が発生することが想定され、それがマクロ経済のアウトプットに持続的な影響を持つ可能性がある。例えば、今回のショックを通じて生き残る企業は職場をより衛生的で安全なものにしようとするだろう。もちろん、それにはコストがかかるので、付随してリストラも予想される。リストラで労働市場から退出した労働者が戻って来ることができなければ、その国の経済の労働投入量は減るので、潜在成長率が低下する。一般的に失業期間が長期化するほどこの悪影響の確度は高まる。そのほか企業はそうした「人」だけではなく、設備投資を通じた「資本」の蓄積を避けようとするであろう。設備投資意欲が減退してくれば、効率的な生産体制を整えることもままならなくなる。やはり潜在成長率は低下する話だ。図示されるように、この後遺症効果は短期的には目立たないが、アフターコロナと呼ばれそうな 2023 年以降に威力を発揮してくる。

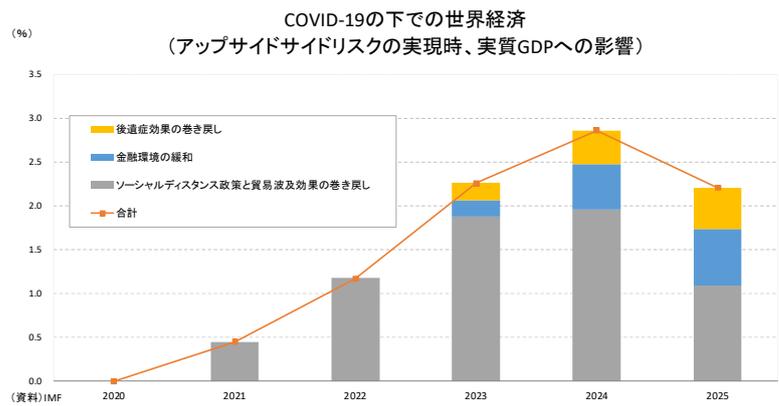
そのほか、ダウンサイドシナリオではクレジットスプレッドのワイド化も想定され、新興国ではこれに加え国債利回りの上昇も重なる可能性が出てくる。こうした金融環境の引き締め効果もダウンサイドリスクでは考慮する必要が出てくる。なお、こうした金融面でのネガティブな動きは 2021 年により警戒されるものであると IMF は分析しているが、中銀の政策対応によって 2022 年にはベースラインシナリオに復帰できるともしている。いずれにせよ、2025 年まではベース対比で下押し圧力が残

存する以上、ダウンサイドリスクシナリオでは今後数年にわたって低金利が前提となるのだろう。

～既に崩れかけのアップサイドシナリオ～

片や、②のアップサイドシナリオでは、あらゆる感染防止策が奏功するという前提だが、もはや欧州の感染第2波が第1波を超えるペースの感染者を出していることを思えば、既にその前提は崩れかけているようにも見受けられる(もっとも死者は増えていないが)。このシナリオの下では致死率低下に伴って人々の不安も払拭され、消費・投資意欲が復元されていく展開が想定される。こうしたシナリオではワクチン開発も順調に進んでいることになる。こうした状況下、ソーシャルディスタンス政策が順次解除されれば、必然的に上述したダウンサイドシナリオとは逆の動きが予想される。

報告書でも指摘されるように、ベースラインシナリオとの最大の違いは「リスクプレミアム低下」と「後遺症効果の巻き戻し」であり、ソーシャルディスタンス政策の撤廃が経済活動の背中を押すようになり、その影響が他セクターに波及していくことが想定される(図)。2023年以降はベースラインで見込んでいた後遺症効果を考慮する必要がなくなるので、その剥落が成長率の押し上げ要因になる。当然、こうしたシナリオでは金融政策の巻き戻しも可能になり、金利は上昇することが期待され、政府部門の財政状況も改善が見込まれる。



～「明るい未来」が最大の想定外～

こうした IMF の想定を為替相場見通しにどのように取り込むべきか。本欄や『中期為替相場見通し』のように足許から1年という予測期間を設定するのであれば、注意すべきは②のアップサイドシナリオだろう。というのも、恐らく市場参加者は①のシナリオをある程度覚悟しているのではないかと。そもそも世界の資本コストを規定するFRB自身が「利上げは2024年以降」という情報発信をしているのだから、むしろ中銀ウォッチについては金利の世界では①はメインシナリオに近いかもしれない。もちろん、①のシナリオでも株価の急落など警戒すべき動きはあるが、「案の定そうだった」という受け止めの下、迅速な政策対応もあって、今とは大して変わらない市況が維持されたい。

一方、②のシナリオを織り込んでいる向きは多くないだろう。2021年にかけてあらゆる感染防止策が奏功するという事は、これからワクチン開発が順調に進捗し、各種ソーシャルディスタンス政策も解除され、民間部門の消費・投資意欲が復元、結果として財政・金融政策も正常化が模索されるということを意味する。しかし、リーマンショック後の経験が示唆するように、経済・金融情勢が相当改善しても金融市場はそう簡単に政策の正常化を許さないものである。②で提示されたシナリオはあまりにも非現実的に思える。だからこそ、②のようなシナリオでこそ、米金利とドル/円相場の相互連関的な上昇を見込んだ方が良いでしょう。その際、ドル/円相場の主戦場は米金利の上昇ペースにもよるが、米10年金利が1.5%程度まで上昇するとして「110～115円」あたりにシフトしても不

議ではない。「明るい未来」が最大の想定外というのは悲しいことだが、市場参加者にとっては急遽、アフターコロナが到来し、正常化が始まる展開こそ最も大きなリスクなのではないかと考える。

市場営業部・金融市場部
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10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレジデントQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか？
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラム全般
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
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
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「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