

みずほマーケット・トピック(2021年7月6日)

想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～

昨日の本欄ではBIS年次報告書が危機時の金融政策運営とそれによる格差拡大に対して大きな問題意識を抱いていることを議論した。いずれパンデミックは終わるのだから、現行の金融政策が後世に何をもたらすのかは今から考えておいて損はない。BISらしい長期的な視点である。しかし、やはり市場参加者にとっては目先の資産価格動向に影響を与える短期的な視点も欠かせない。この点、同報告書は“Pandexit”の道のりに関し、今後考えられる3つのシナリオを提示。大まかに、中心シナリオ(①)、アップサイドシナリオ(②)、ダウンサイドシナリオ(③)である。①であっても、“pandexit”のスピードと軌道は各国で異なるものであり、とりわけ多くの新興国が劣後し、中にはインフレに苦しむ国も出てくることが予想されている。中心シナリオでも懸念が残るという点は重要。現状は「やや②に傾いた①」か。恐らくインフレが収まるに伴って①に収束していく公算が大きいというのが筆者の基本認識。なお、BISの推奨する糊代論は万能ではないが、確かに将来の不測の事態まで念頭に置くのであれば、一考に値するものである。

～濃淡ある世界経済の現状～

昨日の本欄ではBIS年次報告書が危機時の金融政策運営とそれによる格差拡大に対して大きな問題意識を抱いていることを議論した。遅かれ早かれパンデミックは終わるのだから、現行の金融政策が後世に何をもたらすのかは今から考えておいて損はない。実にBISらしい長期的な視点である。しかし、やはり市場参加者にとっては目先の資産価格動向に影響を与える短期的な視点も欠かせない。この点、同報告書は今後考えられる3つの景気シナリオを提示しているのだから、今回はこれをレビューしてみたい。昨日も論じたように、BISは“Pandexit”の道のりは平坦ではない(will be bumpy)とした上で、その不透明感を3つのシナリオに落とし込んでいる。

3つのシナリオに入る前にBISの抱く実体経済の現状認識を整理しておきたい。この点、報告書では「驚くほど強いが、非常に不均一」と述べており、景気の回復傾向に関して、国・産業・セクターごとの濃淡があることを指摘している。例えば経済の中でも、需要項目によって様子が異なっている。例えば個人消費に関しては元々「傷痕効果」や「履歴効果」(“scarring effects” on consumers’ spending)が懸念されていた。要は、ショックがトラウマのようになって消費水準が戻らない状況への懸念である。しかし、そうした動きは今のところ見られないどころか、個人消費が景気復活の原動力になっている。eコマースの隆盛が行動制限の影響を緩和したという側面もあるが、BISはこの消費の原動力を「The craving for normality(正常化への渴望)」と表現しており、とりわけ米国などでその傾向は強い。また、大規模な財政出動を背景に米国を含むいくつかの国では可処分所得が大幅上昇しており、過剰貯蓄現象(the excess savings phenomenon)が確認されるとも指摘されていた。今は貯蓄が消費・投資に転換されることで景気に勢いが生まれているという理解になる。

だが、消費が伸びていると言っても全産業がその恩恵に浴しているわけではなく、製造業が全般

的に持ち直す一方で、サービス産業はやはり行動規制の影響が残るなど濃淡はある。世界全体のGDPに目を向けても、水準は辛うじて危機前の水準に回帰しているが、危機前を大きく上回る米国や中国のような国もあれば、そうではない国々も多く存在する。ワクチン接種率、感染状況、それに伴う行動規制に差異があることから、景気動向にも差異が出ている。とりわけ、ワクチン調達に苦戦する中国以外の新興国群の遅れは目立ち、観光産業に依存する国は特に悲惨な状況にある。

～3つのシナリオ:①中心シナリオでも成長に濃淡～

短期的な視点に立った場合、“pandexit”はどのような軌道を辿りそうなのか。ワクチンの効力もあって不透明感は1年前に比べれば後退しているものの、完全に晴れたわけではない。ワクチン接種状況はまだ世界全体で見れば不均一であり、新たな感染の波に苦しむ国々がある。昨日の本欄でも論じたように、パンデックがもたらした経済の遺物(例えば格差拡大など)もこれから明らかになってくる部分もある。BIS 経済見通しにとって重要な論点は3つあり(※後述する3つのシナリオとは別なので注意)、それは(1)米国を筆頭とする財政政策の軌道と規模、(2)今のところはリバウンドで力強い消費の軌道、(3)まだそれほど深刻ではない企業部門の潜在的な損失の規模を列挙している。これらをどう考えるかで以下の①～③、3つのシナリオに分岐するという考え方である(もちろん、①～③のシナリオがミックスされるケースもあるとBISは指摘している)

まず、中心シナリオ(①)はパンデミックが制御された上で緩やかな回復が継続するというものである。足許で見られる堅調な個人消費が景気拡大を支え、企業部門が抱える潜在的な損失も限定的、産業間の資源再配分も円滑に進むという想定である。かかる状況下、インフレ率は上がるが、目標である2%を超える動きはあくまで一時的であり、金融環境の引き締めはそれほどではない。財政出動による下支え効果も続くことが想定される。もっとも、こうした中心シナリオでも各国間の成長率に濃淡があると指摘されている。あくまで“pandexit”のスピードと軌道は各国で異なるものであり、とりわけ多くの新興国が劣後し、中にはインフレに苦しむ国も出てくることが予想される。中心シナリオでもそこまでの懸念は残るという点は重要である。

～②アップサイドシナリオと③ダウンサイドシナリオ～

2番目のシナリオ(②)はアップサイドシナリオであり、成長率は現在想定されているよりも一段と強く、インフレも想定を超える動きとなり、金融環境は引き締まる。金融政策に関してもより迅速な引き締めを求める市場期待が強まりやすくなる。このシナリオの下では財政政策が需要により大きな影響を与えることが想定され、過剰に高まった貯蓄率の巻き戻し(すなわち強烈的な個人消費)も中心シナリオ対比で大きなものが予想される。こうしたシナリオの下ではパンデミックに関して一段と明るいニュースが上がってくる可能性がある。例えば、昨日、英国ではインド変異株の猛威が続く中でもワクチン効果で重症者・死者が抑制されている状況に鑑み、行動制限の完全解除に踏み切る方針が発表されている。このようなニュースが各国で上がってくれば②のシナリオは十分考えられる。

目下、インフレが一時的か、恒久的かという議論が席卷する中で、②のシナリオを検討する意味は確かに大きい。グローバル化や技術革新の進展はインフレ圧力を抑制し、企業の価格支配力をここ10年で弱めているが、既に目の当たりにしているように、供給制約などの条件が重なれば、非線形に物価が上昇する展開も完全に排除できない。いくら物価上昇が一時的と当局者がなだめて

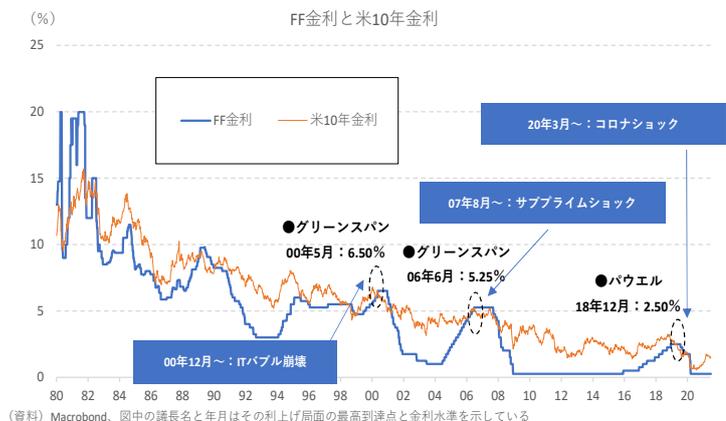
も、市場参加者はそれを持続的な現象と受けとめ、過剰反応するだろう。結果、不意打ちを食らったようにポジションを撒き戻す動きが想定される。周知の通り、市場参加者は長らく積極的なリスクテイクを続けているため、こうした帰結になる可能性は高い。先般話題になったアルケゴス問題は「炭鉱のカナリア (the proverbial canary in the coalmine)」だった可能性を報告書は指摘している。

最後に、3 番目のシナリオ (③) はダウンサイドシナリオであり、パンデミックを制御できず回復が頓挫する展開である。感染の波が立て続けに起きることでワクチン接種が無効化され、より厳格な行動規制が実施される。本欄で繰り返し「最大のリスク」と考えてきた展開だ。こうした状況では財政政策の乗数効果も伸びず、貯蓄率の巻き戻しも期待された水準には届かず (つまり大して消費・投資は出ず)、企業破綻も相次ぐ。企業部門の抱える信用損失は中心シナリオで想定されるような制御可能なレベルではなく、政策的な後押しを引き続き要する状況が続くことになる。かかる状況で懸念される帰結は、リーマンショックを伴った金融危機に匹敵するほどのダメージが予想され、銀行部門も圧迫されるとの懸念が示されている。感染症が拡大しやすそうな冬場に懸念されるシナリオだが、これを前提に議論を進めると全ての前提が崩れ、為替も円高シナリオだろう。

現状は「やや②に傾いた①」というシナリオで走っているように見えるが、恐らくインフレの騰勢が収まるに伴って①に収束していく公算が大きいというのが筆者の基本認識である。

～糊代論とどう向き合うか？～

BIS は①のシナリオを基本とした上で政府や中央銀行は「糊代 (safety margins)」を再構築することが大事だと論じ、「薄い糊代 (thin safety margins)」しかない経済はいずれ訪れるであろう不測の事態や景気後退を前に脆弱であると警鐘を鳴らしている。過去の本欄でも議論したが、実際問題、糊代は時と共に縮小している。米国を例にとると、大きな危機を経るたびに、FF 金利の天井が下がってきている (図)。



2015 年 12 月から 3 年間かけて 9 回の利上げに踏み切り、利下げ余地を確保したことが結果的にコロナ禍で活きた格好だが、それがなければより危機対応に窮した可能性はある。当時の利上げの全てが糊代論に基づいていたわけではないだろうが、FRB の本音をそのように理解する向きは決して少数ではなかった。物価がさほど上昇していない中での利上げだったこともそのような理解を招いた。

もちろん、「将来利下げするために利上げする」というのは倒錯した議論でもあり、短期的に市場の理解を得るのは難しい。しかし、リーマンショックや今回のような大きなショックに対して金融政策で踏み込んだ対応が可能になっているのは十分な糊代とそれに伴う信認があってこそである。中銀による大規模資産購入は、政府の長期債務を翌日物債務とも言える中銀の準備預金へと置き換える行為に等しい。報告書によれば、現在、先進国における 15～45% の政府債務は事実上の翌日物債務 (de facto overnight) だという試算もある。仮に、漫然と低金利を続ける中、何らかの理由

で金利が高まった場合、国債価格の下落は中銀バランスシートを直撃する。その際、中銀に残されるのは乏しい糊代と毀損したバランスシートだ。そのような態勢で不測の事態に備えられるのだろうかという BIS の懸念は一理ある。

もちろん、中銀バランスシートの健全性が直ぐに通貨信認の揺らぎなどに直結するわけではない。だが、「もう何も期待できない」と市場に思われた中銀が危機(に慌てた金融市場)に対してできることは多くない。それは半ば「次の一手」に関して何の注目もされなくなっている日銀を見れば分かるだろう。金融政策に期待ができない分、財政政策に期待が寄せられることになり、政府債務残高は一段と積み上げられる展開が予見される。中銀はそれを吸収するための装置になり下がる可能性が高い。文字通り、これは悪循環である。BIS の指摘は総じて原理原則論に基づいており、現実にもそのまま当てはめるにはやや問題もあるが、市場参加者の意識が向かいにくい中長期的な視点を気づかせてくれるという意味で一読推奨の資料である。

市場営業部兼金融市場部
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.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
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の為替準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒して進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に妥調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンのか～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の為替準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢