

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 11 日)

警戒すべき「貰い事故」～海外からの財政リスク相場～

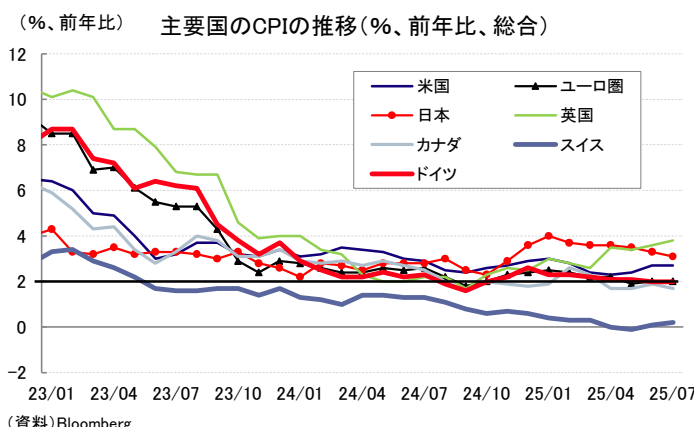
英国経済への懸念が強まっている。英国債の 10 年物利回りは 9 月 3 日には一時 4.85%を突破。これはトラスショック時をも上回る水準であり、現状ではイタリアやギリシャよりも高く、財政懸念がテーマ視される米国よりも高い。その背景は様々な視点から議論可能だが、一言で言えばスタグフレーション懸念が大きい。IMF 支援を要請した 76 年の再来を不安視する声も出てきている中、当面の金融市場は執拗にその不安を突くだろう。なお、英米の債券・為替市場が異例の緊張感を強いられる中、日本が無関係を貫けるだろうか。現状、日本のインフレ率は英国の次に高い。元より「終わらない円安」に日本が悩んでいたことも踏まえると、「貰い事故」が発生する可能性は懸念したい。過去、日本の国政選挙が取引材料となることは過去においては極めて稀だったはずだが、最近は珍しくなくなっている。自慢の防火壁であった経常黒字の構造も変容しているため、「攻めてみる価値はある」という思惑が浮上してもおかしくない。

～英国懸念の背景～

英国の金融市場が断続的に注目を集めている。既報の通り、英国債の 10 年物利回りは先週 9 月 3 日には一時 4.85%を突破した。これは 2022 年 9 月のトラスショック時を上回る水準である。ちなみに本稿執筆時点でユーロ圏の 10 年債利回りに目をやると、政局不安に揺れるフランスが 3.5%、イタリアも 3.5%、ギリシャに至っては 3.3%である。「解放の日」以降、財政懸念がテーマ視される米国でも 4.0%強である。

英国の債券市場が先進国の中でも特に強いストレスに晒されているのは間違いない。その背景は様々な視点から議論可能だが、一言で言えば同国に対するスタグフレーション懸念が非常に大きい。英国のインフレ率(CPI 総合で議論)は 2024 年いっぱいにかけて+2%近傍まで鈍化したものの、2025 年に入ってから明らかに底打ちし、加速している。最新 7 月分は+3.8%と G7 の中でも突出して強い伸びを示している(図)。しかし、物価の騰勢とは裏腹に成長率は鈍化しており、2025 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と 1～3 月期(同+0.7%)から明確に鈍化している。

こうした状況下、イングランド銀行(BOE)の「次の一手」は利下げとの観測が強まっており、文字通り、「不況下の物価高」であるスタグフレーションへの対応モードに入っている。BOE の MPC(金融政策委員会)メンバーであるテイラー氏は 9 月 3 日、英議会の財務特別委員会に対する年次報告書において「(英経済は)現在ソフトランディングに近づいている。しかし、脆弱な局面にあるため、この軌道を維持するために今後数か月間、金融政策を慎重に調整する必要がある」と述べている。



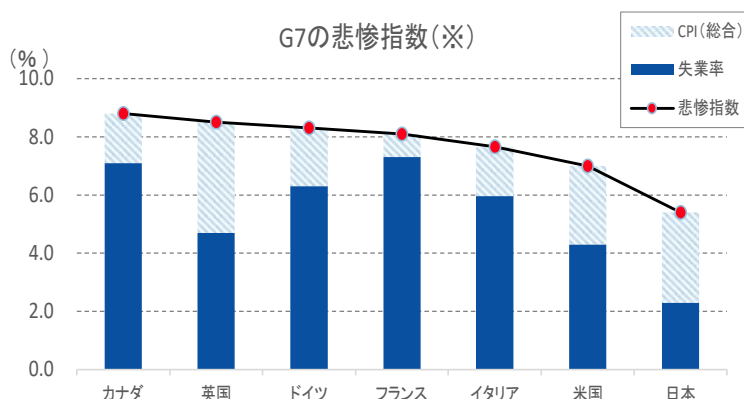
目先のインフレ率の騰勢を脇に置いたとしても、実体経済を下支えするために利下げが正当化されるという姿勢である。ちなみにテイラー氏自身は8月のMPMで▲50bpの利下げを支持していた(8月MPCは史上初の2回投票が行われ、1回目で▲50bp、2回目で▲25bpを支持していた)。

なお、こうした状況を踏まえ、1976年の再来、すなわちIMFへの国際金融支援(bail out)の可能性を気にする向きも増え始めている。もっとも+20%を超えるインフレ率とマイナス成長、これに伴うポンドの急落、新規国債発行の難航などに見舞われていた当時と現在ではかなり距離がある。スタグフレーションであるという事実は共通しても、コストは高くとも市場からの資金調達が継続している以上、IMF支援はやや飛躍のあるストーリーではないと思われる。

～悲惨指数で見る日本の立ち位置～

もっとも、金融市場の値動きにとって「本当にそれが正しいのか」は重要ではない。多くの市場参加者がそのナラティブを信用すれば資産価格は動く。今年に入ってから英国以前に米国でも財政リスクを意識した金利上昇が頻発しており、政権によるFRBへの人事介入に絡めてドルや米国債への信認は引き続き重要なテーマであり続けそうだ。英米の債券・為替市場が異例の緊張感を強いられる中、日本が無関係を貫けるだろうか。程度の差こそあれ、スタグフレーションの様相を呈しているのは多くの先進国に共通しており、英国の混乱が日本に飛び火する可能性は一考に値する。

例えば悲惨指数(失業率+インフレ率、数字は各国最新時点)で見た場合、カナダ、英国、ドイツの順に高く、日本は最低である。しかし、これは日本型雇用を前提とした極めて低い失業率の結果でもある(図)。インフレ率だけで見た場合、英国の次に高いのが日本であり、その次に米国と続く。「日本型雇用を前提とした極めて低い失業率」については人手不足を背景としてその持続可能性に疑義が生じており、



(資料)macrobond、※最新時点(国ごとに異なるが25年6～8月分を対象)

どこまで肯定的な評価を与えるべきなのかは議論の余地もあるだろう。高止まりする物価が実質ベースでの成長率を抑制するというスタグフレーションの苦しみを日本も目下、味わっている最中であり、英国の惨状から日本のそれを連想する市場参加者も少なくないはずである。

～警戒すべき「貰い事故」のリスク～

元より「終わらない円安」に日本が悩んでいることも勘案したい。というのも、「円高時代のパニック」と「円安時代のパニック」は債券市場への影響が決定的に異なる。「円高時代のパニック」は金利低下(債券高)を伴うが、これにはゼロ金利制約があった。だから慢性的な円高に苦しめられてきた日本経済はそれと整合的に超低金利環境を常に享受してきた。しかし、「円安時代のパニック」には金利上昇(債券安)が青天井のリスクとして付いてくる。当然、投機的な収益機会をもたらしやすいのは「円安時代のパニック」の方であり、債券市場も巻き込まれる公算が大きい。英国の危機をフッ

クとして日本のそれを仕掛けようという思惑はあっても不思議ではない。

筆者は最近の英国市場で見られている混乱を「対岸の火事」として切って捨てるのは危ういと感じている。もちろん、経常黒字や対外純資産といった対外経済部門の頑健性に鑑みれば、日本が英国から「貰い事故」のように財政リスクを理由とした金利上昇や通貨安を強いられる筋合いにはない。しかし、4 月以降、「財政リスクを理由とした円売りと日本国債売り」はパターン化しているのも事実だ。昨年の衆院選や今年の参院選はその前後で円安と円金利上昇が併発した。その理由として与党敗北による政局流動化と、それに伴う拡張財政路線への懸念は頻繁に持ち出されていた。その指摘の真偽や妥当性はさておき、過去、日本の国政選挙が取引材料となることは極めて稀だったことを思えば、やはり不穏な雰囲気を感じるべきであろう。

繰り返しになるが、投機的な仕掛けを講じる向きからすれば、「理論的に正しいかどうか」はそれほど重要ではない。本欄では繰り返し論じているように、防火壁と考えられていた経常黒字はキャッシュフロー(CF)ベースで見れば意外と小さく、対外純資産の半分以上も恐らくは戻ってこない直接投資で構成されてしまっている。「攻めてみる価値はある」という思惑は浮上してもおかしくない。海外主要国における財政リスクがテーマ化される際、そこから「貰い事故」のように円安と円金利上昇が加速する可能性は 1 つのリスクシナリオと考えておきたい。

国際為替部
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
2025年9月10日	円相場需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が「首相」になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀レビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰えなかった「べき」論～優しさの代償は??～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合レビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文??～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり??～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会レビュー～利下げは当然視できる??～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか?
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談レビュー～為替は争点なのか?
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉レビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か?
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか?
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)