

みずほマーケット・トピック(2019年3月5日)

## 米金利上昇 & ドル高を阻む「ドル化した世界」

米国経済の復調とそれに伴うFRBのタカ派路線復帰、その結果としての米金利とドルの上昇を予想する声が増えている印象。確かに米経済情勢には堅調さが認められるが、この流れそのままに再び過去5年に見られたような米金利とドルの相互連関的な上昇が戻ってくるとは思えない。そもそも昨秋以降、なぜFRBが政策姿勢を急旋回させたのかを今一度思い返したい。理由は1つではないが、少なくとも資産価格(不動産価格や株価など)への配慮、そして新興国を中心とする「ドル化した世界」への配慮という2つの論点があったはずだ。とりわけ大きな問題である。国際決済銀行(BIS)のデータを見ると、危機後、新興国がかなり性急なペースで債務を累積させてきたことが分かる。GDP比で見てもそのペースは際立っている。米金利上昇に敏感な半ば「ドル化した世界」が新興国市場に広がっていることを思えば、米経済の堅調だけを理由としてFRBが正常化プロセスに邁進するのは難しいはずである。

### ～FRBがハト派転換した理由を思い返すべき～

米国経済の復調とそれに伴うFRBのタカ派路線復帰、その結果としての米金利とドルの上昇を予想する声が増えている印象。確かに、米国の雇用・賃金情勢には相変わらず堅調さが認められ、今年7月をもって史上最長の景気拡大(121か月目)を難なく更新することになりそうである。しかし、この流れそのままに再び過去5年に見られたような米金利とドルの相互連関的な上昇が戻ってくるとは筆者は思っていない。そもそも昨秋以降、なぜFRBが政策姿勢を急旋回させたのかを今一度思い返したい。理由は1つではないが、少なくとも①資産価格(不動産価格や株価など)への配慮、そして②新興国を中心とする「ドル化した世界」への配慮という2つの論点があったことは容易に想像がつく。この2点こそ2018年の金融市場においても最も混乱をもたらしたテーマだった。まさかたった2か月間で忘れてしまったわけではないだろう。今回の本欄では後者を中心に、やはり米金利やドルの継続的な上昇が難しいという国際金融情勢を確認しておきたい。

### ～資産価格への配慮～

まず、①については多くの説明を要さないだろうが、少しだけ触れておきたい。過去10年程度を振り返ってみて、2018年は米金利上昇が初めて株売りの本格的な材料に使われ始めた年だった。もはや記憶に無い読者もいるかもしれないが、2017年まで米金利上昇はポジティブな現象だと捉える向きが大勢だった。米金利の上昇は米経済ひいては世界経済の改善を示すバロメーターであり、ゆえに株価も買われるという雰囲気があった。しかし、2018年1月雇用統計(同年2月公表)で平均時給が前年比+2.9%と9年ぶりの高い伸びとなったことを受けてインフレ懸念が俄かに取りざたされるようになり、これに応じたFRBの利上げ加速および米金利上昇そして結果としての株価下落が断続的に騒がれるようになった。その後暫くしてその論点は取り上げられなくなったが10～12

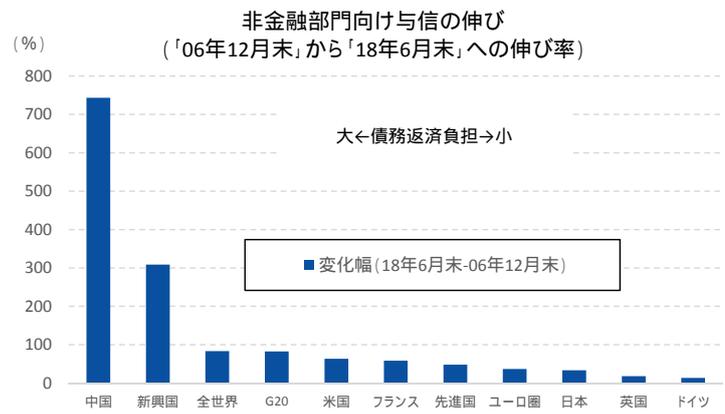
月期に入ると再び株価が大荒れとなり、やはり米金利上昇を脅威と見做す論調が頻繁に見られるようになった。なお、2月も10~12月期も米10年金利が新しいステージに入った際に株式市場が混乱した点で共通していた。前者は3%台、後者は3.2%台に踏み込んだことがトリガーとなった。

こうした経緯に鑑みれば、もはや米金利上昇は株式市場に徹底的に嫌気される現象になっていると考えた方が良い。とすれば、ここから米金利とドルが一段と加速し、ドル/円相場も押し上げられるという予想にはやはり無理があろう。そのためには「株式市場(ひいては米経済)が米金利上昇に耐えられる」という前提が必要になろうが、3%を超える米10年金利が2018年を通じて散々株式市場を荒らした経緯を思えば、そのような大前提には相当無理がある。確かに、最近1~2年は株式市場が荒れても昔ほど円高にならなくなっている。しかしだからといって「株価急落時に円安が進む」ということはほぼあり得ない。FRBは利上げ時に株価への配慮を優先するわけではないが、米家計金融資産の3割以上が株式である以上、株価下落に伴う逆資産効果を通じて実体経済を下押しする展開を懸念するのが自然であり、これを無視することはできない。

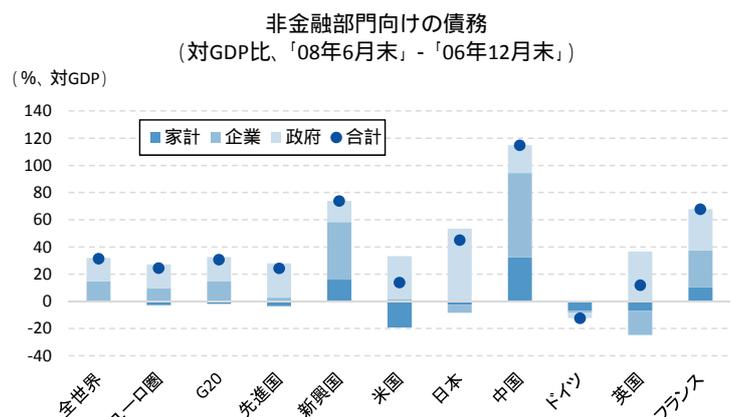
### ～「ドル化した世界」への配慮～

大局的な観点から相場を見通すのであれば、より気にしなければならないのは2点目だ。1点目が「米国経済(株式市場)が金利上昇に耐えられるのか」という視点だとすれば、2点目は「世界経済(とりわけ新興国)が金利上昇に耐えられるのか」という視点である。リーマンショックから10年が経過し、「最も変わったことは何か」もしくは「次の危機の芽はどこにあるのか」といった照会を受けることがある。この照会に対する回答は「全世界、とりわけ新興国で債務が急増した」、である。金融危機が本格化する前年の2006年末と直近値(2018年6月末)を比較した場合、政府・民間を合わせた非金融部門向け与信は全世界で約97兆ドルから約178兆ドルへ、約+83%増えている。より具体的に見ると、先進国で約84兆ドルから約124兆ドルへ約+48%増えているのに対し、新興国で約13兆ドルから約54兆ドルへ+300%以上増えているという実情がある。

金額で言えば、依然先進国が7割を占めているが、危機後の緩和的な金融環境が新興国におけるレバレッジの急拡大を招いたという事実は押さえておきたい。また、債務の危険度合いを判定する際、参考にすべきは「絶対水準」ではなく「経済規模対比の大きさ」である。極端な話、



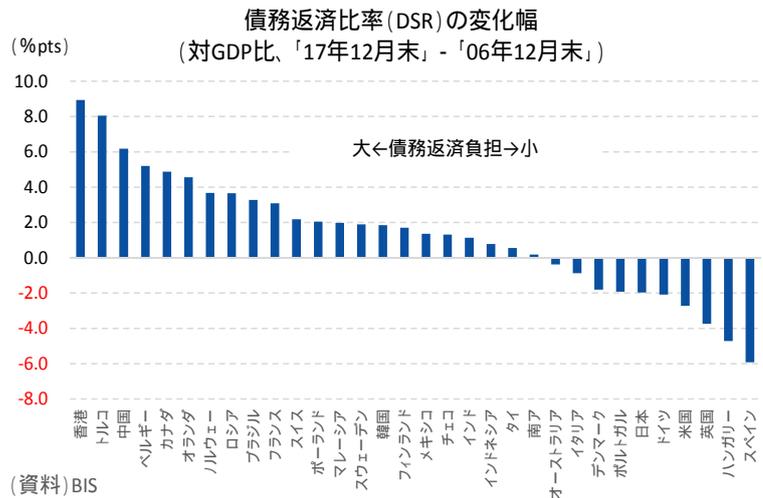
(資料) BIS



(資料) BIS

債務水準が2倍になっても、経済規模が2倍になっていれば基本的に問題はない。この点、GDP対比で見た債務の大きさが参考になるが、同期間に先進国は232%から260%へ上昇しているのに対し、新興国は38%から180%へ上昇しており、明らかに増え方の次元が異なる。とりわけ香港や中国で債務の性急な積み上がりが確認されている。国際金融センターとしてフローを集める香港についてはある程度割り引いて考える必要があるが、中国を筆頭に新興国の債務積み上げをけん引しているのが事業法人を中心とする非金融法人部門であることは気にしたい。

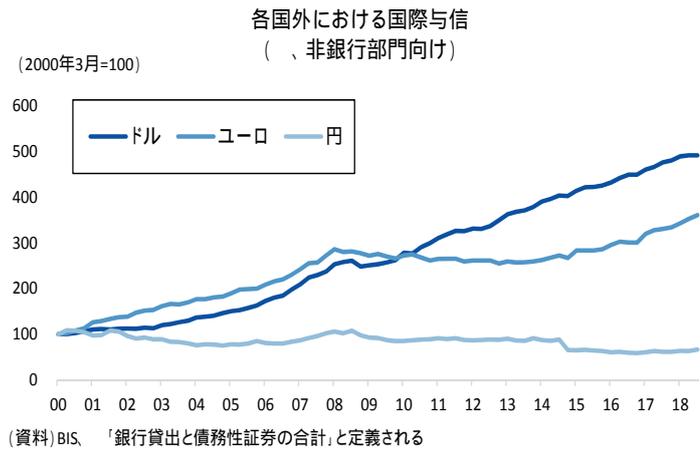
また、図は債務返済比率(DSR)の変化幅を見たものである。ここでDSRは民間部門における債務返済額を分子、総可処分所得と利払い費用の和を分母として算出した比率である。周知の通り、新興国に限らず多くの中央銀行は金融危機後に政策金利を引き下げ、危機前の水準に未だに回復できていない(いわゆる正常化はできていない)。だが、債務返済比率が2006年末対比で低下しているのは報告対象国32か国10か国だけ



である(比較対象は2017年末時点)。容易に想像されるように、経済規模対比で債務を多く積み上げた国ほどDSRが上振れる傾向にある。2018年に強くテーマ視されたように、米金利上昇に連れて資本流出を通じて一部の新興国は通貨防衛のために不本意な利上げを強いられることになる。これがDSRの上昇などに象徴される形で当該国の経済・金融情勢を引き締め、消費・投資意欲を奪う経路が懸念されるというわけである。なお、図示されるように、2006年末対比でDSRが上昇している国・地域は香港、トルコ、中国のほか、カナダや欧州諸国が挙げられる。多くはGDP対比で債務が増加していることについてBISが名指しで警告したことがある国であり、トルコに至っては実際にショックを起こしたことが記憶に新しい(ショックのきっかけは政局流動化であったが、その素地はあったというのが正確な整理になろうか)。

こうしたBISの計数をもって新興国がいずれ「〇〇ショック」に見舞われると煽りたいわけではない。もちろん、そのリスクは警戒する必要がある。債務累増に伴って金利負担に耐えられず危機に陥ったケースが過去にないわけではない。だが、相場予想という観点から重要なことは、こうした国際金融情勢において「米金利とドルの相互連関的な上昇が持続できるか」という事実である。新興国は元より米金利上昇に伴う資本流出で苦しみやすいという体質にあって、昨年はその脆弱性が露呈した年だった。上で見てきたデータを見る限り、この背景には経済規模対比で累増している債務の存在があり、言ってみれば米金利上昇に敏感な半ば「ドル化した世界」があるのだと考えられる。結局、いくら米国の政治・経済情勢が盤石でも多くの新興国は米金利の上下動に資本市場の未来を委ねており、程度の差こそあれ、経済・金融情勢がドル化している実情がある。かかる状況下では、FRBの金融政策と政策金利が新興国の資本コストを規定するという側面があり、新興国市場の混乱をFRBが完全には無視しきれないという状況に陥りやすくなる。

図に示されるように、金融危機後、ユーロや円を外貨として借り入れる動きは殆ど盛り上がらなかったのに対し、ドルは一方的に増加が続いてきた。BIS データを掘り下げていくと、これは新興国において債務性証券という形式を通じて増えたものが多そうなことも分かる。新興国、非金融法人部門、ドル建て債務といったあたりのフレーズが、現在の国際金融市場を見る上での懸念すべき点ではないかと思われる。言い換えれば、FRB のタカ派復帰とそれに伴う米金利・ドルの上昇シナリオを描くということはそうした国際金融市場の状況も加味してそれが可能だと判断することに他ならない。客観的に見ればそれは難しいと筆者は考える。



### ～「水準感」と「方向感」は別の議論～

結局、FRB に方向転換を強いたと思われる以上 2 点を巡る環境が過去 2 か月で変わったかと言えば大して変わっていないのが実情であろう。株式市場や新興国市場が米金利の上昇を阻む環境がある限り、FRB のタカ派復帰の度合いも限定されるであろうし、同時に日米金利差の拡大も限定される。巷の円安予想を見る限り、「日米金利差の拡大なきところに円安は無い」というロジックが大半であることを思えば、自ずと円安予想はやはり困難と考えたい。控えめに言ってもドル/円相場の先行きは「横ばい」か「円高」かに賭けておくのが無難というのが引き続き筆者の基本認識である。

もちろん、かつてのような 80 円台や 70 円台のような震度(深度でも可)をもって進むかどうかは別の話だ。それを実現するには近年の日本企業による円の売り切り(≒海外企業買収)があまりにも大きいという印象がある。この点は過去の本欄<sup>1</sup>の議論を参考頂きたい。しかし、そのような論点はあくまでドル/円相場の「水準感」に関わる議論であって、「方向感」に関わる議論とは別である。「方向感」に関しては、以上で見てきたような米国内外の経済・金融環境が米金利上昇を阻むと思われることから、日米金利差の拡大もやはり進まず、円安方向への動きは難しいと考えておきたい。

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](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2019 年 2 月 12 日号『変わりそうにない対外直接投資の潮流』をご参照下さい。

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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協定再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない伊伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	ハイマン独逸銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	プレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追いつく株価～
2018年12月4日	ハリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露化になるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	プレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか?