

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

みずほマーケット・トピック(2021 年 1 月 4 日)

## 低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒

例年荒れやすい年始の為替市場だが、今年は平穏な幕開け。2020 年に経験した「為替の静寂」と「株の喧騒」という対照的な動きは低金利という共通要因から発生したもの。足許、実体経済と乖離した株高が注目されるが、これは「富裕層のみが恩恵を受けている」という格差拡大の議論とセットで行われやすいことも重要。今回の株高は実体経済の強烈な落ち込みと共に発生していることから、一段と「富める者がさらに富んでいる」ように見える。実際、大きな危機が起きるたびに財政・金融政策が強化され、株を筆頭とする資産価格が上昇、格差拡大(純資産に占める富裕層割合上昇)に寄与してきたことは各種データから推測可能。こうした「格差は債務から生まれる」という事実は途上国に対する問題意識としても無視できない。近年、途上国の民間債務が急増しており、しかもその多くがドル建てで行われている。結果として FRB の利上げが難しくなる構造が世界に埋め込まれており、低金利の常態化は必然の帰結の様相。構造的に考えるほど、2021 年も低金利を常態として「為替の静寂」と「株の喧騒」が続くと考えられる。

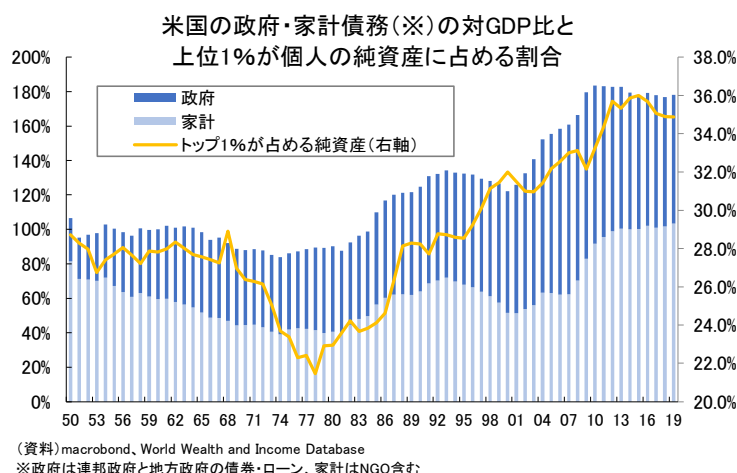
### ～「為替の静寂」と「株の喧騒」を繋ぐもの～

例年、日本の正月三が日は為替市場が大荒れとなりがちだが、今年は平穏な幕開けとなった。昨年末の本欄でも繰り返し議論したように、もはや内外金利差の限界的な変化幅が消滅している以上、為替市場の変動要因が 1 つ減っているということであるから、値動きが小さくなること自体は不思議ではない。片や、2020 年の株式市場は活況を呈した。日経平均株価は 27444 円と年末としてはバブルがピークだった 1989 年 12 月につけた史上最高値(38915 円)以来、31 年ぶりの水準で越年している。まだ遠いが、2 度と更新することはないと言われた当時の高値が視野に入ってきている。日経平均株価の値幅としても 30 年ぶりであり、半ば固定相場と化したドル/円相場とは対照的だった。しかし、この「為替の静寂」と「株の喧騒」は同じ要因から発生したものである。低金利だ。

### ～株高と格差拡大～

低金利が為替市場から変動を奪い、株式市場に実体経済と乖離した騰勢をもたらしているという事実はこれまで何度も論じているのでより議論を深掘りしてみたい。「実体経済と乖離した騰勢」は頻繁に「富裕層のみが恩恵を受けている」という格差拡大の議論とセットで行われやすい。今回の株高は実体経済の強烈な落ち込みと共に発生していることから、一段と「富める者がさらに富んでいる」ように見えるはずである。こうした「①低金利→②株高→③格差拡大」という思考展開はほぼ事実と考えられるが、①の背景には大規模な財政出動・金融緩和があるため「①財政出動・金融緩和→②低金利→③株高→④格差拡大」と考えた方が正確である。さらに詳しく言えば、財政出動によって金利が跳ねて実体経済を毀損しないように金融緩和で国債が購入されているので、時系列で議論するならば、「財政出動→金融緩和」が正しい思考回路になる。

図は国連大学世界開発経済研究所 (UNU-WIDER) の世界所得格差データベース (WIID: World Wealth and Income Database) から米国の個人純資産 (personal net wealth) 合計における上位 1% が占める割合 (以下、便宜的に不平等割合) を取得し、同国の政府・家計債務 (%、対 GDP) の推移を重ねたものである。2000 年初頭および 2007～8 年を境にして債務水準が切り上がり、それを契機として不平等割合も上昇しているように見える。IT バブル崩壊やリーマンショックといった大きな危機が起きるたびに財政政策や金融



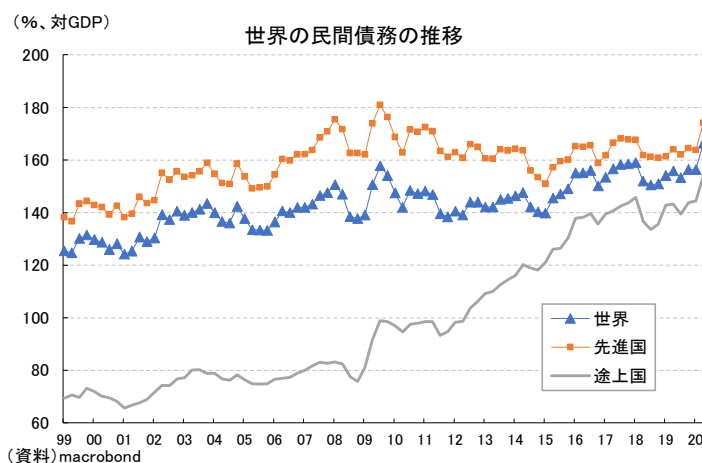
政策が強化され、株を筆頭とする資産価格が上昇し、純資産における不平等割合も上昇したことが推測される。ちなみにこの純資産を税引き前の国民所得 (Pre-tax national income) に置き換えても構図は変わらない。危機の度に困窮する人が増え、それを救うために行われるマクロ経済政策が資産価格を押し上げ、「富める者がさらに富む」という状況が強化されてきた様子が推測される。

もちろん、その都度打ち込まれるマクロ経済政策がなければもっと大変なことになっていたはずなので、この結末を責めるわけにはいかない。そもそも、大きな危機で財政出動を声高に求めるのは富裕層ではなく、格差拡大で置き去りにされる困窮する側の人々である。その結果として生まれた大きな格差が問題だというのであれば高い所得や資産に課税して、再分配を強化するしかない。「政策によって富んだのだから、取り上げても問題ない」という発想もあるだろう。事実、日本も含めて主要国はそうなっているし、国政選挙の結果にも影響を及ぼし始めている。

### ～途上国も債務まみれ～

以上のような経緯を踏まえると、「格差は債務から生まれる」という事実が見えてくる。恐らくは感染拡大が続き、財政対応を停止することができない 2021 年もそれは続くだろう。いや、以下に見る国際金融市場の現状を見ていると、もう低金利は半永久的なものかもしれないとすら思えてくる。少なくとも 2021 年や 2022 年を見通すにあたって、低金利という想定は大枠では変わらないはずだ。もちろん米 10 年金利で 50bps 程度の変動はあるだろうし、筆者はそれがドル安相場に一応の終止符を打つ可能性を見ているが、0.9%が 1.4%になったところで低金利という言葉の範囲内である。

例えば、上記では格差拡大がテーマになりやすい米国に着目したが、企業や家計といった民間部門の債務 (以下民間債務) 増加は途上国でより深刻である。国際決済銀行 (BIS) のデータによれば、リーマ



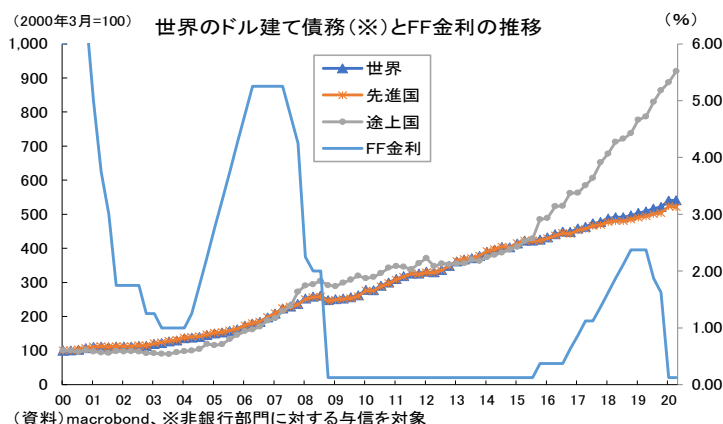
ンショック以前は GDP 比で 80%程度だった民間債務は、2020 年 6 月末時点で 150%を超えている(前頁図)。すなわち経済規模に照らして、10 年余りで倍の債務を背負う姿になった。公然と財政ファイナンスに踏み切ったインドネシアは極端な例としても、途上国でも量的緩和(QE)に手をつける国が出てきているのは、先進国が直面する「格差は債務から生まれる」という状況に少しずつ足を踏み入れているということではないかと予感させる。

## ～「ドル化した世界」を伴う途上国の債務問題～

### 近年の途上国における債務の積み上げ

に関して懸念されるのはそのペースもさることながら、外貨建てが目立つことだ。

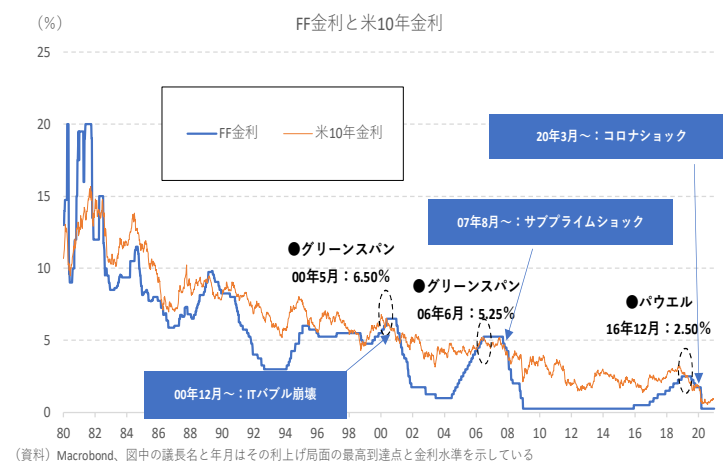
右図は非銀行部門に対するドル建て債務の推移を見たものである。2015 年頃を境として途上国の伸びが顕著であることが分かる。2015 年と言えば、FRB が 12 月に 9 年半ぶりの利上げに踏み切り、為替市場ではドル全面高が根付いていた頃だ。ドル建て債務を積み上げるという数量



要因は元より、ドル高という為替(価格)要因も寄与していた可能性が考えられる(利払いがかさんだ部分もあろう)。理由はどうあれ、途上国が債務を積み上げ、その大きな部分がドル建てになっているという事実は重要であり、この状況を本欄では「ドル化した世界」と表現してきた。「ドル化した世界」では FRB は途上国からの資本流出、それによって生じる当該国の通貨急落や輸入物価上昇を通じたコストプッシュ型のインフレにも配慮しながら政策運営をせざるを得なくなる。元より FF 金利は世界の資本コスト的な存在であり、だからこそ FRB は世界中銀の様相を呈していたが、「ドル化した世界」の色彩が強まる中で余計に国内外の情勢に配慮した政策運営をせざる得なくなる。それは 2015～19 年の利上げ局面および利下げ局面の傍らで新興国市場の動静が FRB の政策運営に小さくない影響を与えてきたことから明らかだろう。

## ～利上げの最高到達点はまた切り下がりそう～

上述してきた国内外の債務情勢を踏まえると、FRB の正常化は難易度を増していると言わざるを得ない。利上げを示唆するだけで市場金利が上がり、累積した債務が実体経済に押し掛かる。途上国に関してはドル建て部分が多いため、米金利上昇に伴うドル高も重荷になる。こうした状況になると新興国は通貨防衛的な利上げを行うが、得てして自傷行為にしかならず、実体経済はより委縮する。かかる状



況下、FRB は利上げの手を緩めなければいけなくなる。過去 20 年間、利上げ局面を経るたびに利上げの最高到達点が切り下がってきたのは米国内外の経済において政策介入がないと成長率が確保できない状態が継続し潜在成長率が切り下がってきたことを意味している(前頁図)。それは言い換えれば「低金利でなければ儲からない投資機会」が実体経済に増えたということでもある。実体経済の投資機会が乏しいから株式市場のような場所に資金流入が集中したとも言える。

以上のような構造的な議論は 2021 年に相場見通しを考えるにあたっては少々大き過ぎるものだが、2021 年も「金利差なき世界」が常態化する中で、これを前提とした「為替の静寂」と「株の喧騒」は紆余曲折を経験しながらも継続するはずだという筆者の基本認識を裏付けるものである。もちろん、「為替の静寂」に多少の喧騒をもたらす要因として需給の相対的な重要性からは目が離せないが、需給だけで大相場を作るのは難しいだろう。ドルを主軸とする主要通貨市場が大きな変動を経験するのはあくまで FRB の政策運営が動意づいてからであると考えた方が良い。

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](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。



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                                                |
|-------------|-----------------------------------------------------------|
| 2020年12月28日 | 英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A                                        |
| 2020年12月25日 | 週末版                                                       |
| 2020年12月24日 | やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～                                    |
| 2020年12月23日 | 期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド                                   |
| 2020年12月21日 | 2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」                                    |
| 2020年12月18日 | 週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)                        |
| 2020年12月17日 | FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～                                  |
| 2020年12月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)                              |
| 2020年12月15日 | イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状                                      |
| 2020年12月14日 | ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～                                 |
| 2020年12月11日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)                       |
| 2020年12月10日 | 「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ                                     |
| 2020年12月8日  | 前門のブレグジット、後門の次年度予算                                        |
| 2020年12月7日  | 米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～                                     |
| 2020年12月4日  | 週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)                  |
| 2020年12月2日  | 過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏                                     |
| 2020年12月1日  | 実質金利とドル/円相場にまつわる議論について                                    |
| 2020年11月27日 | 週末版(緩和の「収束通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)                   |
| 2020年11月25日 | 拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感                                       |
| 2020年11月24日 | ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは                                     |
| 2020年11月20日 | 週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)                   |
| 2020年11月18日 | 側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分) |
| 2020年11月17日 | 日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～                                   |
| 2020年11月16日 | ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?                                   |
| 2020年11月13日 | 週末版                                                       |
| 2020年11月12日 | 結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～                                   |
| 2020年11月11日 | 円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?                                     |
| 2020年11月10日 | アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理                                 |
| 2020年11月6日  | 週末版                                                       |
| 2020年10月30日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)                             |
| 2020年10月29日 | ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～                                  |
| 2020年10月27日 | 中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～                                   |
| 2020年10月26日 | 解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～                                  |
| 2020年10月23日 | 週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)           |
| 2020年10月22日 | 続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～                                |
| 2020年10月20日 | IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ                                 |
| 2020年10月19日 | 過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」<br>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  | ブレグジット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～<br>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<br>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)<br>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～)                  |