

みずほマーケット・トピック(2021年4月26日)

年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」

日本では1年で3度目となる緊急事態宣言が発出され、国内経済における消費・投資意欲は一段と切り下がることが確実な情勢。ジンバブエにも劣る世界最低レベルのワクチン接種状況を前提とすれば、年内の正常化は絶望的。こうした日本の現状を捉えて金融市場への影響を問われることもあるが、日本の経済・金融情勢が金融市場で材料視されることはない。今後問題になるのは「先進国と新興国の格差拡大」というより大きな視点。世界全体で見れば、両者のワクチン接種率の格差は今後広がるばかりである。接種率の格差は成長率ひいては金利の格差に繋がり、為替相場にも変動をもたらす。2021年の実質GDP成長率に関し、先進国と新興国の成長率格差はかつてないほど接近する。過去の経験を踏まえれば、こうした先進国の優越は新興国にとって脅威となるはず。米国を筆頭とする先進国がワクチン接種を背景にいち早く金融政策の正常化に関心を示せば、資本が新興国から先進国にシフトする可能性は高い。それが穏便に済む保証はない。危機から平時に向けて経済が歩むための「成長痛」が年後半以降のリスクに。裏を返せば、「成長痛」がリスク視されないような未来はより悪い状況とも言える。

～リスクは「先進国と新興国の格差拡大」～

日本では1年で3度目となる緊急事態宣言が発出され、国内経済における消費・投資意欲は一段と切り下がることが確実な情勢である。しかし、日本以外の先進国では濃淡こそあるもののワクチン接種が順調に進んでおり、英米に対する劣後が指摘されるEUでも接種率は20%を超えている(※人口100人当たりで1回以上接種した人の割合、4月22日時点)。ちなみに日本は1.3%であり、ようやく1%を超えた。世界を見渡してみると、日本より接種率が劣る国はアフリカ大陸や中南米のごく一部の国々であり、例えばジンバブエよりも低い。先進国というよりも世界最低レベルだ。

こうした日本の現状を捉えて、金融市場への影響を問われることもあるが、日本人にとって大きな問題でも、市場参加者全体にとってはテーマにはならないだろう。元より日本の経済・金融情勢が世界の主要株価指数やドル/円相場の潮流に影響を与えることは殆どない。先進国の中で日本が出遅れているのは間違いないが、今後問題になるのは「先進国と新興国の格差拡大」というより大きな視点

である。右図はIMF春季世界経済見通しで示されたワクチン接種の現状と展望である。時と共に先進国(日本以外)と新興国の格差は拡大していく見通しである。こうした接種率の格差は成長率

先進国と新興国におけるワクチンの接種状況
(%、人口に占める割合)



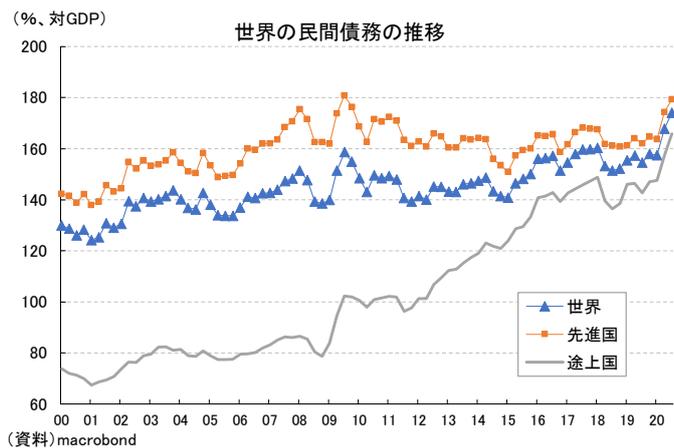
(資料) IMF、※2回打つので最高値は200%になる。

ひいては金利の格差に繋がり、為替相場にも変動をもたらすことが目に見えている。実際、IMF 見通しを踏まえれば、2021 年の実質 GDP 成長率に関し、先進国と新興国の成長率格差はかつてないほど接近する見通しだ。具体的に数字を見ると、2022 年の成長率に関し、先進国全体では +3.6%、新興国全体では +5.0% で 1.4% ポイントの差が予想されている。コロナショック 以前の 5 年平均(2015～19 年)で 2.2% ポイント、10 年平均(2010～19 年)で 3.1% ポイントだったので、格差縮小は鮮明である。これらはひとえにワクチン接種率の格差に起因する結果と考えられる。

～リーマンショック後の経験が教える「成長痛」～

過去の経験を踏まえる限り、こうした先進国の優越は新興国にとって脅威となる可能性がある。2013 年 5 月にバーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を示唆し、2015 年 12 月から利上げに着手、2018 年 12 月に 9 回目の利上げを完遂するまで、「米金利上昇に伴う新興国からの資本流出」、「これに伴う新興国中銀の不本意な利上げ」という構図は頻繁に見られた。今回も未曾有の経済・金融政策が打ち込まれたままの状態であり、金融市場には過剰流動性が充満している。米国を筆頭とする先進国がワクチン接種を背景にいち早く金融政策の正常化に関心を示せば、資本が新興国から先進国にシフトする可能性は高い。それが穏便に済む保証はない。

もちろん、FRB が正常化プロセスに関心を寄せているわけではない。だが、足許でコンセンサスと理解される「2023 年末までゼロ金利継続」はあくまで現時点のメンバー間の予想中央値であって、明示的に約束されているものではない。このコンセンサスに修正が入れば、資本は一気に米国へ傾くだろう。ちなみに前回の例では 2014 年 6 月以降にドル高が勢いづいた。当時は 2014 年 9 月のテーパリング完了(すなわち量的緩和の完全終了)が見えており、利上げを視野に捉えた末の動きだったと言える。しかし、新興国の混乱は 2013 年以降、断続的に起きていた。その混乱がなければ、FRB の正常化プロセスはもっと迅速に進んでいたはずである。いずれにせよ、米国を筆頭とする先進国が危機対応の脱却を模索し、平時に向けて歩を進める際には、新興国からの資本流出という形で混乱を伴う可能性が高い。それは危機から平時に向けて経済が歩むための「成長痛」とも言えるものである。図に示すように、新興国の民間債務はリーマンショック後、GDP 比で大幅に積み上がっているが、2020 年(最新は 9 月末)にさらに水準が切り上がっている。しかも、この多くがドル建てということでも知られている。必然的に米金利上昇やドル高が混乱に繋がりやすいのは言うまでもない。

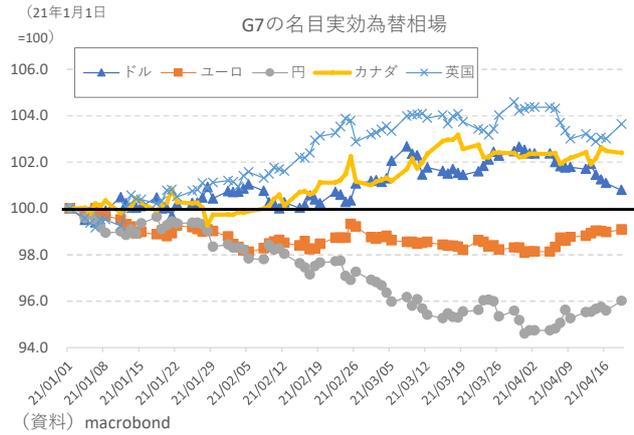


しかし、新興国の混乱は 2013 年以降、断続的に起きていた。その混乱がなければ、FRB の正常化プロセスはもっと迅速に進んでいたはずである。いずれにせよ、米国を筆頭とする先進国が危機対応の脱却を模索し、平時に向けて歩を進める際には、新興国からの資本流出という形で混乱を伴う可能性が高い。それは危機から平時に向けて経済が歩むための「成長痛」とも言えるものである。図に示すように、新興国の民間債務はリーマンショック後、GDP 比で大幅に積み上がっているが、2020 年(最新は 9 月末)にさらに水準が切り上がっている。しかも、この多くがドル建てということでも知られている。必然的に米金利上昇やドル高が混乱に繋がりやすいのは言うまでもない。

～「成長痛」リスク、先陣を切ったカナダ～

もちろん、失われた雇用が 800 万以上にも及ぶ状況を踏まえれば、FRB が緩和姿勢を崩すのはまだ先だろう。しかし、バイデン大統領がキャピタルゲイン課税への関心を隠さなくなっていることにも表れるが、徐々にではあるが金融市場に対してネガティブな措置も検討する余地はでき始めている。

るのも事実だろう。欧米中銀総裁の会見を見ても、テーパリングの意思を質す記者は現れている。この点、先週には象徴的な動きがあった。米国の隣国カナダは年初から迅速なワクチン接種が進んでいることで知られるが、4月21日、カナダ中銀(BOC)は予想以上の実体経済回復を理由として量的緩和の縮小(週40億ドルから週30億ドル)を決定し、利上げ時期の前倒し(2023年にかけて利上げとされていたものが、2022年後半へ前倒し)



も示唆している。G7における最強通貨は現時点でも英ポンドだが、次点はカナダドルであり、ドル失速の傍らで安定を維持している。金融政策の正常化を口にできる通貨に資本が集まるという当然の展開であろう。現状、先進国で正常化プロセスへの関心を露わにしているのはまだカナダだけだが、これが米国、英国と拡がっていけば、新興国からの資本流出、結果としての「成長痛」はより起きやすくなる。早ければ今年後半に、遅くとも2022年前半にこうしたリスクがテーマになることが予想されるだろう。裏を返せば、「成長痛」への警戒が浮上しないような未来はワクチン接種の進む欧米でもコロナ禍を抜け出せる見込みが立っていないということでもあり、より悪い状況と言える。

もちろん、世界経済が当面抱える最大のリスクは新型コロナウイルスの変異種がワクチンへの抵抗力を増し、再びパンデミックが拡がりを見せる展開である。しかし、そのような展開を合理的に予想するのは難しく、少なくともエコノミストとして可能性を議論できるものではない。それよりも過去の経験から論理的に懸念される展開を念頭に置き、資産価格の趨勢を検討していきたい。

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

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年4月23日	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	調整色が強まっても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	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14日	多様化が進む世界の外貨準備～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」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しを示す新興国の憂鬱
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～貿易均衡国という新形態～
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？～一過性のまやかかし～)
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
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられず～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
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
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
	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