

本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で
最終号となります。本年もご愛読有難うございました。
来年も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 12 月 28 日)

2022 年の為替概観②～「2 つの正常化」と新興国～

昨日の本欄では 2022 年の世界経済のテーマを 2 つの「正常化」と指摘した。それは「社会活動の正常化」とそれに伴う「金融政策の正常化」を大前提として資産価格の想定を作るべきという議論であった。この際、「金融政策の正常化」に関しては 2021 年が「議論の年」だとすれば 2022 年は「実行の年」だと論じた。しかし、「実行の年」ゆえの混乱が予見されることは付加しておきたい。それは新興国が直面する資本流出やそれに伴う通貨安という混乱である。過去の本欄でも論じたように、これは世界が正常化に向かうにあたっての成長痛であり、ある程度は不可避の事象。2021 年は一部の例外を除けば、経常収支の状況にかかわらず、新興・資源国通貨は安定した値動きが続いた。これは「金融政策の正常化」がまだ議論の段階でとどまっていたからだろう。実行の段階に移る 2022 年は外部からの資本流入に依存する経常赤字国は混乱に晒されやすいはず。経常収支や外貨準備といった基本を押さえつつ、産油国かどうか選別基準として重要になるだろう。混乱が極まれば FRB が正常化プロセスの手を止める理由になり得る。

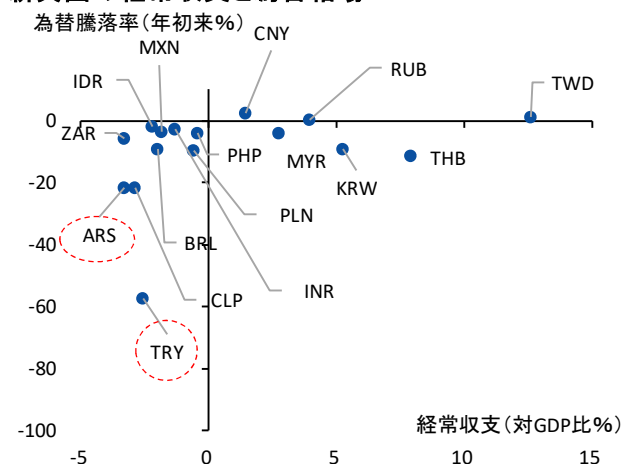
～「成長痛」を強いられる新興国～

昨日の本欄では 2022 年の世界経済のテーマを 2 つの「正常化」と指摘した。それは「社会活動の正常化」とそれに伴う「金融政策の正常化」を大前提として資産価格の想定を作るべきという議論であった。日本以外の先進国はこの 2 つの「正常化」に則った取引が展開されるというのが既定路線になるだろう。この際、「金融政策の正常化」に関しては 2021 年が「議論の年」だとすれば 2022 年は「実行の年」だと論じた。しかし、「実行の年」ゆえの混乱が予見されることは付加しておきたい。それは新興国が直面する先進国への資本流出やそれに伴う通貨安という混乱である。

過去の本欄でも論じたように、これは世界が正常化に向かうにあたっての成長痛であり、ある程度は不可避の事象として受け入れる必要がある。今次局面に限らず、米国を筆頭とする先進国が「金融政策の正常化」にこぞって踏み切ると新興・資源国から資本流出が誘発されやすくなる。2021 年はトルコリラやアルゼンチンペソといった例外を除けば、経常収支の状況にかかわらず、新興・資源国通貨は安定した値動きが続いていた。これは「金融政策の正常化」がまだ議論の段階でとどまっていたからであって、実行の段階に移る

2022 年は外部からの資本流入に依存する経常赤字国は混乱に晒されやすいというのが筆者の

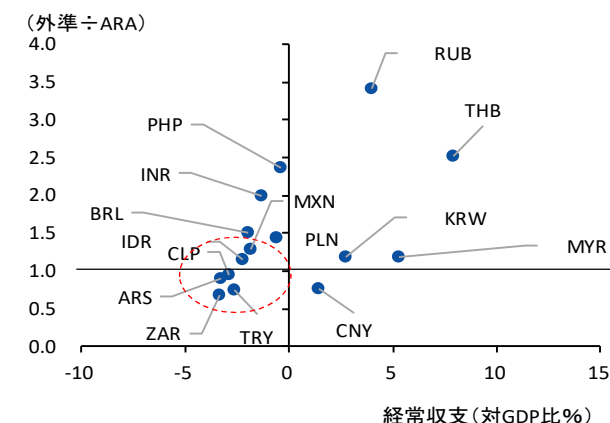
新興国の経常収支と為替相場



(資料)IMF, Bloomberg 経常収支は15-19年平均、為替は2021年12月24日までの年初来。

理解である。また、2021 年ほど 2022 年の原油価格が騰勢を強めないのであれば、産油国であることが評価ポイントになっていた通貨（ブラジルレアル、メキシコペソ、ロシアルーブルなど）も危うさを孕む。また、経常収支に加え、通貨防衛（自国通貨買い）の原資となる外貨準備の水準も重要な選別ポイントになりやすい。IMF の発表する総合的な基準として外貨準備適正基準(ARA)を用い、これが 1.0 付近にあって経常赤字の国などは優先的に売られる理由が立ちやすいだろう。そのように抽出すると、具体的にはトルコリラ、アルゼンチンペソ、南アフリカランド、チリペソ、メキシコペソなどやはり馴染みのメンバーが顔をそろえる。

新興国の経常収支と外貨準備

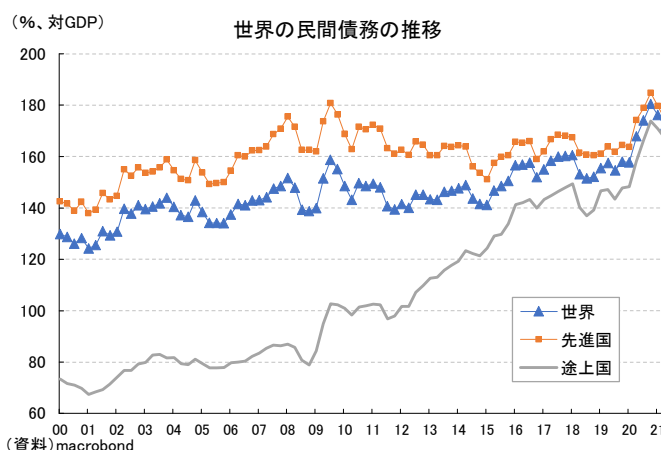


(資料) IMF、外貨準備適正基準(ARA)は20年時点、経常収支は15-19年平均。

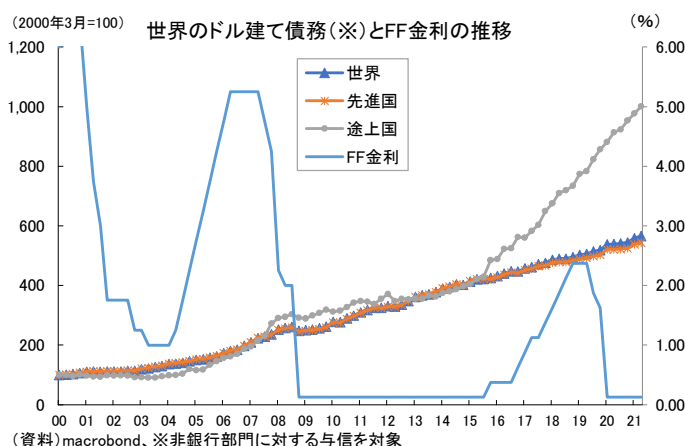
～新興国の民間債務は過去 13 年で倍以上に～

新興国の混乱が極まれば、FRB は自国経済は堅調と認めつつも、「国際金融市場のリスク」を理由に正常化プロセスの進捗にブレーキをかける可能性が出てくる。これは主要通貨の見通しを作る上でも重要な話である。リーマンショック以降、世界では低位安定する米金利を背景に民間部門の債務積み上げが進んできた。2008 年 9 月末時点の民間債務(%、対名目 GDP)に関し、先進国の 162.5%に対し、新興国は 80.8%と半分程度のイメージだった。これがパンデミック直前の 2019 年 12 月末には先進国は 161.1%と横ばいであるのに対し、新興国は 146.7%と 1.8 倍程度に膨らんでいる(右図・上、※図では新興国は途上国と表記)。最新データとなるパンデミックを 1 年経過した 2021 年 6 月末時点では先進国が 174.6%、新興国が 167.2%と共に増加している。つまり、リーマンショックから約 13 年が経過し、新興国では経済規模対比で倍以上に債務が膨らんでいるのである。債務の絶対金額が増えること自体は大きな問題ではないが、GDP 比でこれほど増えている以上、借入金利の上昇に対し脆弱性は増しているのは確かだろう。

さらに図(下)に示すように、2015 年以降は新興国を中心としてドル建て債務が膨らんでいる。FF 金利の引き上げと共にドル高相場になると、新興国は金利・為替の両面から債



のイメージだった。これがパンデミック直前の 2019 年 12 月末には先進国は 161.1%と横ばいであるのに対し、新興国は 146.7%と 1.8 倍程度に膨らんでいる(右図・上、※図では新興国は途上国と表記)。最新データとなるパンデミックを 1 年経過した 2021 年 6 月末時点では先進国が 174.6%、新興国が 167.2%と共に増加している。つまり、リーマンショックから約 13 年が経過し、新興国では



(資料) macrobond、※非銀行部門に対する与信を対象

務負担が増す内情が透けて見える。例えば民間非金融部門のデットサービスレシオ(民間非金融部門の元利払い費が所得に占める比率)を見ると、2008 年 12 月末の中国は 11.50%だったが、2021 年 6 月末は 20.50%と倍になっている。世界の資本コストである FF 金利が引き上げられれば、当然これも押し上げられる。また、コロナ禍で騰勢を維持している元相場が対ドルで下落に転じれば、為替面からも債務の負担は増すことになる。利上げはどうしても新興国睨みになるだろう。

～不本意な利上げを強いられる新興国～

昨日議論したように世界経済のテーマが 2 つの「正常化」だとしても、ワクチン接種率に関して先進国に劣後する新興国はどうしても「社会活動の正常化」を実現しにくくなる。結果、「金融政策の正常化」も難しくなる。問題は仮にそうであっても世界が正常化に向かうにあたっての成長痛(≒資本流出や通貨安)を和らげるために不本意な利上げを強いられる可能性があるということだ。

こうした状況下、得てして新興国経済は通貨安によるインフレ、利上げによる消費・投資意欲の減退という悲惨な状況に追い込まれることが多い。新興国の民間部門で債務返済可能性に疑義が生じるようなケースが頻発し、2021 年にみた中国不動産大手絡みの破綻のような大きな混乱に発展するリスクもあるだろう。新興国を巻き込むリスクが増大するという点で金融政策の正常化が「議論の年」から「実行の年」へ移るということは大きく異なることは知っておきたい。

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.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12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンパー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～