

みずほマーケット・トピック(2022 年 1 月 12 日)

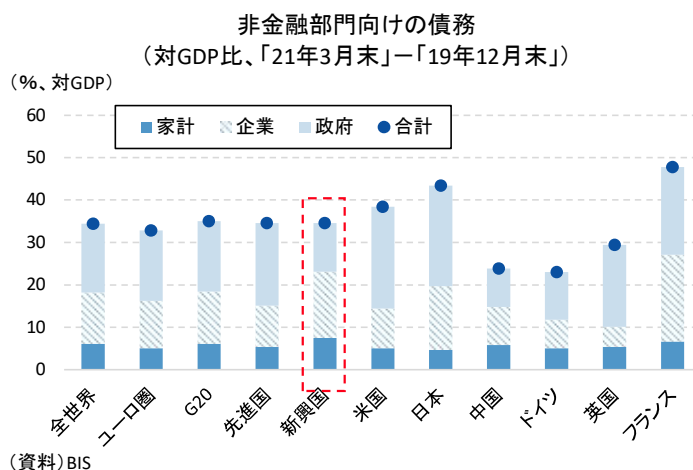
「嵐の前の静けさ」を警告する IMF

1 月 10 日、IMF は『Emerging Economies Must Prepare for Fed Policy Tightening』と題したブログを掲載。米国を筆頭とする先進国の中央銀行による正常化プロセスが新興国からの資本流出を促し、これに伴って発生する通貨安やインフレ、そして(望まぬ利上げに伴う)景気停滞が到来する可能性を警告している。こうした論点は過去の本欄でも世界が正常化に向かう過程で発生する「成長痛」として議論した。新興国の政府部門は先進国同様、債務を積み上げるが、医療体制の乏しさもあって、債務負担の割に実体経済が押し上げられているわけではない。FRB が市場予想に沿って年 3~4 回程度の利上げを丁寧に進めるならばショックは限定される望みもあるが、よりハイペースの利上げがとなれば、経常収支や政府債務残高、政治情勢などに不安を抱える通貨から順に狙われる可能性。そうした国々を「BEAST」として括る向きも。ブログの最後の一文では新興国に対し「経済混乱に伴う潜在的な発作」に備えよと締めくくられている。利上げ前の現在を「嵐の前の静けさ」として、今回の情報発信がなされたことが良く分かる。

～2022 年、「より不透明 (more uncertain)」なのは新興国～

1 月 10 日、IMF は『Emerging Economies Must Prepare for Fed Policy Tightening』と題したブログを掲載している。米国を筆頭とする先進国の中央銀行による正常化プロセスが新興国からの資本流出を促し、これに伴って発生する通貨安やインフレ、そして(望まぬ利上げに伴う)景気停滞が到来する可能性が警告されている。こうした論点は過去の本欄¹でも繰り返し、世界が正常化に向かう過程で発生する「成長痛」と表現しながら議論したものだ。2022 年は多くの市場参加者にとって FRB の利上げやその先にあるバランスシート縮小(いわゆる QT)が焦点にならざるを得ないが、国際資本移動が活発化された今日、FRB の正常化プロセスは世界の資本コスト押し上げを通じて世界、とりわけ対外経済部門が脆弱な新興国を巻き込むことが懸念される。

今回、IMF が新興国の見通しに関して「より不透明 (more uncertain)」と形容しているのは大袈裟ではない。現状、多くの新興国はインフレ率および公的債務の高止まりに直面しているが、この点についても「新興国の政府債務残高は 2019 年以降、2021 年末までに名目 GDP 比で 10% ポイントも押し上げられ 64% に上ると推計される」と述べられている。もっとも、そうした政府部門の債務負担増は先進国も同



¹ 本欄 2021 年 12 月 28 日号『2022 年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～」をご参照下さい。

様であり(前頁図)、新興国だけが突出して膨らんでいるわけではない。問題はそのような政府部門の負担と引き換えに実体経済が押し上げられているわけではなく、例えば米国と比べれば景気も労働市場も勢いを欠いているという点にある。そうした成長率の劣後は先進国に比べて新興国の医療体制が脆弱で、ワクチンの調達・接種状況も劣後しているという防疫政策上の問題点にも起因していると考えられ、早晩解決しそうにないことも問題である。ちなみに前頁図にも示すように、政府部門の債務増加に関して言えば、日本は全世界的に見ても非常に大きい(GDP 比で+24%ポイント)ことが分かる。「政府部門の負担の割に成長していない」という意味で日本は新興国と似たような課題を抱えている。足許の円独歩安の背景にはこうした実情があると筆者は考えている。

話を新興国に戻せば、FRB の利上げは始まっておらず、多くの国にとってドル調達コストはまだ低位安定している。だが、インフレ率や自国通貨安に伴って外貨調達に支障が出ることを恐れブラジルやロシア、南アフリカのように早くも利上げに踏み切る国は現れている。あくまで自己防衛的な利上げだが、それ自体が景気を傷つける政策運営でもあり、長く続けられないことは明らかである。

～脆弱な新興国群「BEAST」～

IMF のメインシナリオはあくまで軟着陸である。年後半にかけて供給制約が緩むことに加え、各国で拡張財政の巻き戻しが需要を抑制する展開も予想されるため、インフレ率は減速が既定路線として見込まれている。確かにFRBの利上げは調達コストを押し上げるが、あくまで「市場との対話」で形成されたコンセンサスを逸脱しない程度であれば、新興国の混乱も限定されるというのが「歴史(history)」だとIMFは論じている。米金利上昇に伴って新興国通貨が売られることは免れないとしても、通貨安による競争力改善と好調な外需も相まって景気減速は和らぐとIMFは指摘する。

しかし、リスクにも言及がある。結局のところ、インフレの先行きは供給制約や感染状況の先行きに依存しているという意味で不透明である。現状では一応上手く進んでいる「市場との対話」に沿って年3～4回の利上げで済めばショックは限定されるだろう。しかし、よりハイペースでの利上げが必要になればその限りではない。米金利上昇やこれに伴うドル高が新興国からの資本流出と安定した関係にあることは右図を用いて強調されている。この際、政府債務残高や経常赤字が大きく、政情が不安定な国から順に狙われるのが常であり、これらの観点から脆弱性の大きそうな国としてBEAST(ブラジル・エジプト・アルゼンチン・南アフリカ・トルコ)なるフレーズも現れている。現に、これらの国の通貨は過去の正常化局面でも荒れることが多かった。

Foreign-exchange complications

Capital flows to emerging economies historically have weakened when the US dollar appreciated relative to other major currencies.

(Dollar Index, investment flows to emerging markets in billion US\$)



Source: Datastream and IMF staff calculations.

Note: Federal Reserve Nominal Broad Dollar Index, average of daily values (Jan 2006 = 100). Higher values signal appreciation.

IMF

～「潜在的な発作」を警告～

もちろん、資本流出や通貨安、結果としてのインフレに見舞われた新興国は利上げや自国通貨買い為替介入、財政支出削減などの対策を講じることが予想される。しかし、そうした財政・金融上の引き締め政策は通貨安やインフレを抑制する一方、内需の勢いを削ぐものでもある。結局、FRBの正常化に伴い生じる混乱に関し、放置しても対応しても相応のコストを伴うという「難しいトレードオフ(difficult tradeoffs)」に新興国は陥るリスクがある。このトレードオフに対し IMF は「明確で一貫性のある政策計画を提示することで市井の人々の理解が得られ、物価安定に寄与する」と対話の重要性を説くが、現実的にはFRBが想定以上に正常化プロセスのアクセルを踏み込めば、新興国中銀の情報発信などは殆ど市場で聞いて貰えない公算は大きい。

より具体的には、外貨建て債務については為替ヘッジを推奨し、借り換えリスク抑制のために債務の長期化を推奨するなど基本的な財務上の提案も IMF は言及しており、こちらの方が堅実な対応と言えそうである。また、パンデミック以前から企業部門の債務が大きく、不良債権残高も高い新興国では、今後、資金調達環境が厳しくなることに備え、破綻に関する枠組みなども備えておくべきだと述べられている。実際のところ、新興国通貨売りなど為替市場に起因するショックは急性的であり、地道な方策を今から進めることが最終的に報われやすいというのは事実だろう。

ブログの最後の一文では新興国に対し「経済混乱に伴う潜在的な発作(potential bouts of economic turbulence)」に備えよと締めくくられており、利上げ前の現在を「嵐の前の静けさ」として、今回の情報発信がなされたことが良く分かる。なお、「FRBの正常化プロセス→新興国の混乱」が激化した場合、FRBの正常化プロセス自体の進捗にフィードバックしてくる可能性も考えられ、そこまで考えれば新興国に現在懸念されるリスクは先進国にとっても大いに関係のある話だと言って差し支えないだろう。

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
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハド派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
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帰報報道
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～本邦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)
	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
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(ドイツメンバー、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～現実味帯びる「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～