

みずほマーケット・トピック (2018 年 5 月 22 日)

「双子の赤字」と統合的なドル安予想

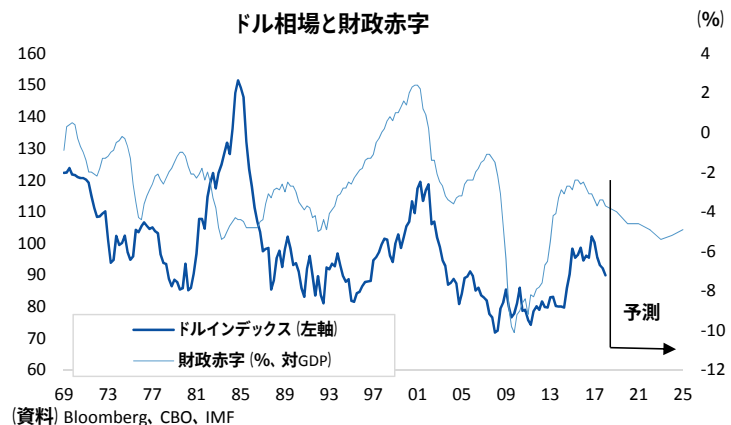
FRB による金融引き締めを懸念する論調に対して「未曾有の拡張財政で景気が過熱するので乗り越えられる」という反論を目にする。しかし、3 月以降、金利上昇の理由に米債増発懸念（クラウドディング・アウト懸念）が用いられている以上、拡張財政の乗数効果はさほど期待出来ないと考えるのが理論的帰結。また、為替相場を見通す立場からすれば、財政赤字の拡大は歴史的にドル相場の押し下げに繋がってきたという経緯がある。米議会予算局（CBO）の見通しによると、今後 5 年間にわたって GDP 比で見た財政赤字は拡大する見通し。なお、「双子の赤字」の見通しでみれば日欧に比べて米国の悪化が際立つ局面が続くそう。これまで「切り札」と見られたトランプ政権の財政政策がドル相場のダウンサイドリスクになっていることは要注意。

～財政赤字はドル安ではないのか？～

昨日の為替市場では米中通商協議に関し「停戦」の方針が示されたことが市場心理の改善を促し、NY ダウ平均は約 2 か月ぶりの 25000 ドル台まで上昇して引けている。かかる状況下ではドル相場も堅調であり、ドル/円相場は 111 円近辺で推移している。昨年来、金融市場のリスクセンチメントを毀損してきたのは北朝鮮問題と貿易戦争問題であり、その両者が退潮気味になっていることが足許の米株高・金利高・ドル高の背景にある。その反応自体は理屈が通っているものだろう。

一方、「米金利上昇に米経済が耐えられるのか」という問題意識は依然として軽視されているように思えてならない。政策金利（FF 金利）や国債利回りの上昇ペースよりも住宅ローン金利の上昇ペースの方が早い現状が今後にどのように影響してくるのか。同様の懸念はサブプライム層への融資増加が問題となっている自動車ローンでも浮上しているが、ここからのさらなる金利上昇に耐えられるのか。

例えば先週 15 日には英格付け会社が今年 3 月のサブプライム自動車ローンの 60 日を超える延滞率が 5.8%と 1996 年以来の高水準に達していることを発表している（2008 年の金融危機の際は 5%前後）。こうした金利感応的な消費や投資が減速してくる中で実体経済も足踏みせざるを得ないというのが筆者の抱く懸念である。ちなみに、こうした金融引き締めを懸念する論調に対して「未曾有の拡張財政で景気が過熱するので乗り越えられる」という反論を目にすることもある。しかし、3 月以降、金利上昇の理由に米債増発懸念（いわゆるクラウドディング・アウト懸念）が用いられてい

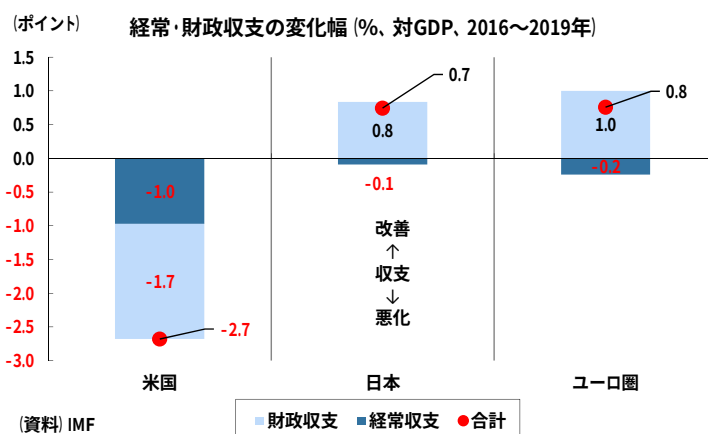


る以上、拡張財政の乗数効果はさほど期待出来ないと考えるのが理論的帰結ではないのか。また、為替相場を見通す立場からすれば、財政赤字の拡大は歴史的にドル相場の押し下げに繋がってきたという経緯がある(前頁図)。4月に公表された米議会予算局(CBO)の見通しによると、米財政赤字は2020会計年度(2019年10月～2020年9月)には1兆ドルを超える見通しとなっており、これは従来見通しより2年早いタイミングとなる。

これらはもちろん、トランプ政権下での減税および歳出拡大を受けた修正だが、CBOはそうしたトランプ政権下での財政政策に関し「大きな財政赤字は民間投資に使える原資を減らすと見込まれており、結果的に後年のGDPを押し下げることになるだろう」とやや後ろ向きの評価を与えている。拡張財政が長期的な成長率を押し上げる効果は殆どないという想定があるゆえに、GDP比で見た財政赤字は一方的に膨らむ見通しとなっているのである。こうした財政収支見通しを前提とすれば、ドル相場に強気になるのはやはり難しいように思われる。

～「双子の赤字」の変化は対照的～

なお、財政赤字が膨らんだ場合、貯蓄・投資(IS)バランスの定義上、企業・家計といった民間部門の経済活動が大きく変わらなければ、経常赤字も拡大することになる。IMF 春季経済予測における財政・経常収支(%、対GDP)をみた場合、2016～19年の3年間で米国は財政収支が▲1%ポイント、経常収支が▲1.7%ポイント悪化する見通しとなっている。「双子の赤字」という意味では▲2.7%ポイントの悪化である。片や、日本はそれぞれ



+0.8ポイント、▲0.1ポイントで計+0.7%ポイントの改善、ユーロ圏は+1.0ポイント、▲0.2ポイントで計+0.8%ポイントの改善と対照的な変化となっている。日欧と比較してははっきりと「双子の赤字」が悪化する米国の状況を踏まえれば、為替市場でドル売りが進むことに大きな違和感はない。しかも、CBOが予測するように、その財政赤字が長期的にみてそれほど米経済の底上げに寄与しないのであれば尚のこと、ドルを手放す誘因は強まるだろう。これまで相場の流れを変える「切り札」のように見られていたトランプ政権の財政政策がドル相場のダウンサイドリスクそのものに転化しているのだとすれば、それは為替見通しを作る上で非常に重要なポイントになり得るだろう。

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

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
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を迎えて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経線則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茶の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いにたらず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)