

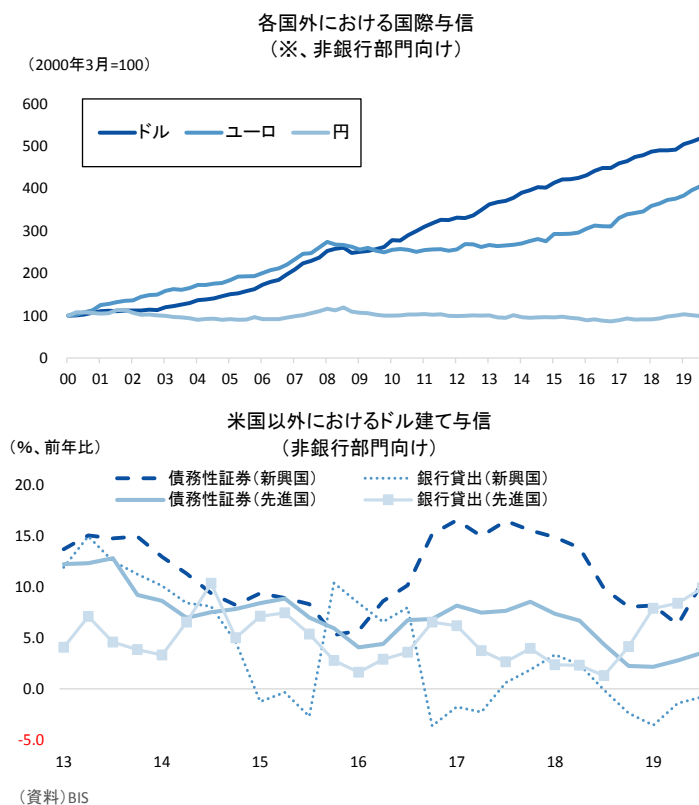
みずほマーケット・トピック(2020 年 3 月 24 日)

「ドル化する世界」と新興国通貨の選別

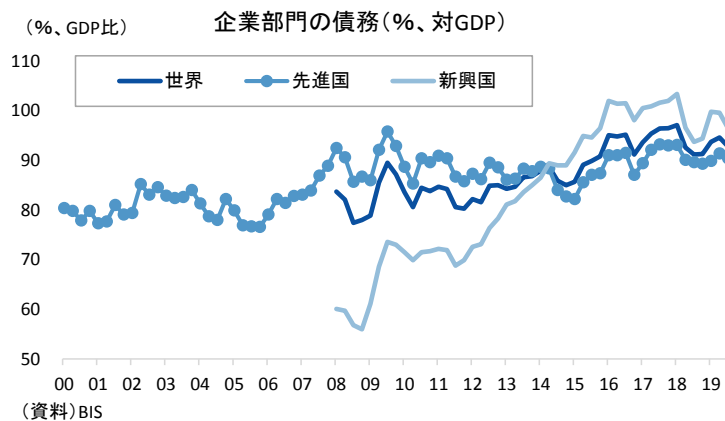
ドル相場は依然高止まりしており、新興国からの資本流出が懸念され始めている。リーマンショック後、世界はドル建て債務を膨らませてきた。こうした事実は国際決済銀行(BIS)データからも見て取ることができ、本欄ではこうした「ドル化した世界」の潜在的な怖さをこれまでも議論してきた。こうした状況で新興国通貨をどう選別すべきか。「ドル化する世界」を前提とすれば、対外債務が多そうな国、端的には経常赤字の国が売られやすい。だが、現状では原油価格の暴落も重なり、経常収支だけで選別できない状況。例えば最も経常黒字の大きい部類に入るロシアルーブルが▲20%を超える下落となり、経常赤字が抑制されているメキシコペソやブラジルレアルも同じくらい暴落している。一方、非産油国である南アランドも▲20%を超える暴落となるなど、経常赤字国通貨はやはり危うい。基本的に現状ではドルに対抗できる通貨は存在しないが、気休めを承知で言えば、「非産油国で経常黒字国通貨」の下落率が相対的にまし。一部の東南アジア通貨は外貨準備の厚みも相まって、新興国の中に限って言えば勝ち組か。

～「ドル化する世界」の警鐘～

ドル相場は騰勢が落ち着いたとはいえ、依然として高止まりしている。既に報じられているように、こうした局面では新興国からの資本流出を懸念することになる。昨日は国際金融協会(IIF)による「既に資金流出規模が2008年のリーマンショック時の2倍に達している」との指摘が報じられている。リーマンショック後、世界はドル建て債務を膨らませてきた。これは未曾有の緩和局面において安くなったドルを調達しやすい環境があったためである。本欄ではこうした現象を捉え「ドル化した世界」と表現してきた。危機後、ドル建てでの債務はユーロや円のそれと比較して突出した伸びを示してきた(右図・上)。とりわけこうしたドル建て債務に関し、過去3年では新興国が債券発行という格好で調達してきたことも国際決済銀行(BIS)のデータからは透けて見える(右図・下)。また、次頁図にも示す通り、これらの債務積み上げは民間部門の中でも



非銀行部門（要するに非金融法人の企業）が中心に進めてきたものであり、対GDP比で見てもはっきりと増えてきた。常々、「次の危機の芽」になり得る論点として注目されてきたものである。FRBは2018年に年4回利上げして、2019年に3回利下げするという慌ただしい方向転換を行ったが、これに合わせて新興国中銀の政策運営の方向も都度変わってきた。これは偶然ではなく経済規模対比

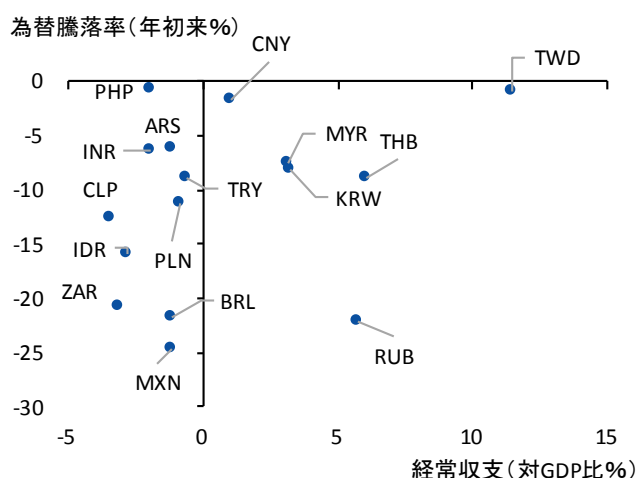


で大きなドル建て債務を背負っている以上、米国が利下げしている時はドル安・自国通貨高を防ぐために利下げが必要になり、米国が利上げしている時はドル高・自国通貨安による「悪いインフレ」を防ぐために利上げが必要になるという実情があった。文字通り、FRBが世界の中央銀行のように立ち振る舞う状況にあったのである。現在は「ドル化する世界」において、有事のドル買いが席卷しており、この煽りで新興国通貨が下落し、債務負担が増大が懸念される状況にある。

～全部駄目だが、「非産油国で経常黒字国通貨」がまし～

かかる状況下、新興国通貨をどう選別するかは非常に難しい。「ドル化する世界」を前提とすれば、対外債務が多そうな国、端的には経常赤字の国が売られやすいはずである。2017～18年のドル高局面ではアルゼンチンやトルコが波乱の種となったが、結局のところ、これらの国は経常赤字が大きな国であった。よってまずは対外経済部門の頑健性、端的には経常収支状況というのが基本的な視点となるのだが、現状では原油価格の暴落も重なり、経常収支だけで選別を進めるのが難しい状況である。右図は経常

新興国の経常収支と為替相場



(資料) IMF, Bloomberg 経常収支は19年、為替は今年3月24日までの年初来

収支と各通貨の騰落率を一覧したものである。対ドルで上昇している通貨は1つもないのでX軸の上半分（第一象限と第二象限）はない。最も経常黒字の大きい部類に入るロシアルーブルが▲20%以上下落している事実が象徴的だが、「経常収支の頑健性」と「通貨の頑健性」がリンクしない通貨が散見される。これは経常赤字が抑制されているメキシコペソやブラジルレアルが▲20%を超える暴落となっていることにも現れている。言うまでもなくこれらは産油国だからであるが、これらの通貨は元々政策金利水準が高く、限界的な金利低下余地が大きかったことも災いしていそう。

一方、非産油国である南アランドも▲20%となっているのは明らかに経常赤字の大きさが敬遠されたものと考えられ、台湾ドルの堅調さは経常黒字の大きさが寄与したものであろう。この点で経常

収支も決して無意味とは言えないが、東南アジアの経常黒字国(タイバーツ、韓国ウォン、マレーシアリンギット)でも軒並み▲10%弱と平時であれば大幅と言える下落となってしまうている。結局、「有事のドル買い」が席卷している中で経常黒字も大した「お守り」にならないという身も蓋もない状況があり、だからこそ各国中銀によるドル資金供給の効果が浸透するのを待つしかない状況とも言える。とはいえ、気休め程度ではあるが「非産油国で経常黒字国通貨」の下落率が相対的にましなことでも事実であるため、その上で外貨準備残高も厚い東南アジア通貨は新興国通貨の中では勝ち組になり得るように感じられる。

市場営業部
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
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円への「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ボンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経済」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会レビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会レビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「する賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～