

みずほマーケット・トピック(2020年4月22日)

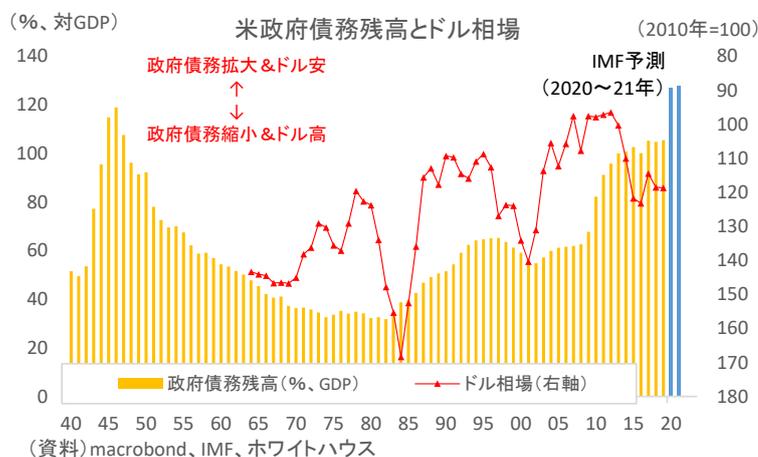
拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～

現状、世界全体では約8兆ドル規模の財政政策が講じられているが、この4分の1以上が米国の経済対策(2兆ドル強)に由来している。こうした措置は資産価格の先行きに如何なる影響を持つか。とりわけショックが終息した後のドルの立ち位置は気になるところである。政府債務とドルの信認という定期的に注目されるテーマを考察しておきたい。過去6年にわたってドル高が続いてきたのは、金利が消滅する世の中にあっても米金利だけは相対的に水準が維持されてきたからである。だが、その金利も消滅した今、ポストコロナの金融市場では膨張した米政府債務に焦点が集まる可能性も否定できない。ドル相場と政府債務残高や財政赤字の間には相応に安定した関係が見出せる。また、ワールドダラーの伸びも非常に大きなものになっており、為替市場がこうした動きを材料視するならば目先のドル高は予想しづらい。もっともドルの信認よりも世界経済の信認の方が大事であり、米国の積極的な政策対応は前向きに評価されるべき。

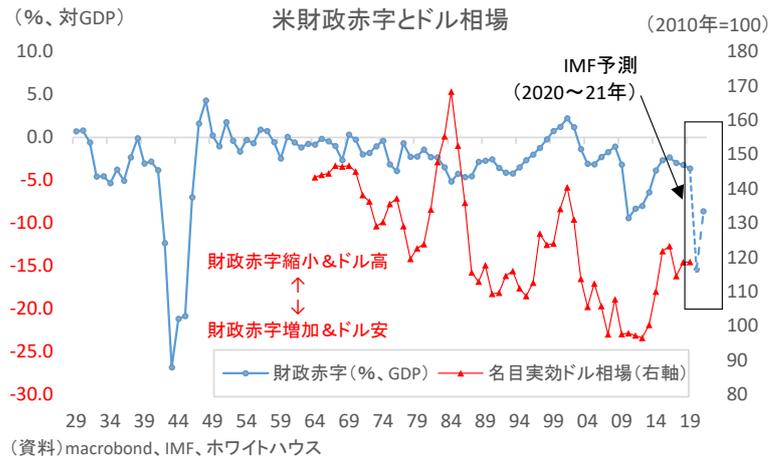
～拡張財政とドルの信認～

周知の通り、世界各国はコロナショックに対抗すべく形振り構わず金融・財政政策を集中投下している。4月開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議においてゲオルギエバIMF専務理事が言及したように、財政政策で言えば約8兆ドル規模の対策が全世界で講じられている。これは世界GDP(約80兆ドル)の10%相当であり、文字通り経験の無い規模である。また、その4分の1以上が米国の経済対策(2兆ドル強)に由来していることも注目される事実だ。こうした措置は資産価格の先行きに如何なる影響を持つだろうか。世界中でいよいよ金利が消滅していることを踏まえれば、ショックが終息した後、株式を筆頭とするリスク資産価格に資金が流れることは容易に想像がつく。では為替市場におけるドルの立ち位置はどのように変わってくるのか。政府債務とドルの信認という定期的に注目されるテーマをこのタイミングで考察しておくことは非常に重要だろう。

過去6年にわたってドル高が続いてきたのは、金利が消滅する世の中にあっても米金利だけは相対的に水準が維持されてきたからである。だが、その米金利も3月の怒涛の利下げによって全て吐き出してしまった。コロナショックを受けた有事が続いている状況下ではドル需要は相応に残存するかもしれない。しかし、ポストコロナの金融市場では膨張した米政府債務に焦点が集まる可能性もある。市場のテ



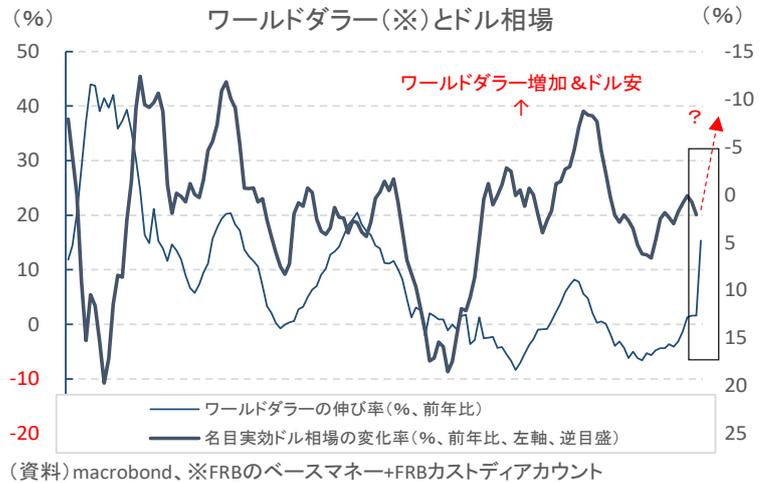
一マは急に変わるものであり、今から考えても早過ぎることはない。既に為替スワップ市場では一連のドル資金供給オペが奏功し、ドルが対ユーロ、対円でプレミアム(すなわちドルが余っている状態)に転化している。ドル調達難とドル高をリンクさせて議論が進んでいたのはもう一昔前の話だ。現在、米国について報じられる拡張財政の規模と IMF 世界経済見通しで示されている予測値などを合



わせて試算すると 2020~2021 年の米国の政府債務残高は名目 GDP 比で 130%に迫る勢いである。これは 120%弱まで積み上がっていた第二次世界大戦直後(1945 年)を優に超える水準である(前頁図)。ドル相場と政府債務残高の間にはある程度安定した関係が見出せるが、これはフローの財政収支との間で見るとさらに軌を一にしているようにも見える。少なくとも 2019 年から 2020 年にかけて GDP 比で▲3.6%だった赤字が▲15.4%へ 4 倍以上へ膨らんだことに伴ってドル相場がこれから下落しても全く不思議ではない(図)。

～ワールドダラーの示唆する方向感ドル安～

また、危機時の財政・金融政策対応とドルの信認というテーマでは、リーマンショック直後にワールドダラーという概念がしばしば耳目を集めた。これは FRB のベースマネーと FRB の管理するカストディ勘定の残高合計である。ここでカストディ勘定とは「FRB が保管・管理する海外投資家が保有する米国有価証券の残高(Custody Holdings, Securities in Custody for Foreign & International Accounts)」である。あくまでイメージに過ぎないが、



このワールドダラーが「米国内外に流通するドルの総量」を測る計数として用いられている。直感的にはワールドダラーとドル相場には負の相関が予想されるところであり、実際にそうだったように見える(図)。FRB の無制限的緩和を背景としてワールドダラーはベースマネーと共に急増しており、前掲図の米財政赤字の動きと合わせ見れば、3 月に見られたような「非常時のドル買い」が再発するケースを除けば、当面のドル相場が上昇する展開は考えにくいという印象が抱かれる。もちろん、理論的にはベースマネーが増えたからといって、貨幣供給量(マネーストック)が増えるとは限らず、それゆえにドル下落も予想する筋合いにはないものだが、直情的な為替市場でこうした論点が材

料視される展開は十分警戒する価値がある。

～穏当なドル安は世界経済にとって正義～

最後に強調しておきたい点だが、筆者は米国の拡張財政路線の結果としてドルの信認が棄損し、ドル安になったとしてもそれ自体は全く悪いことだとは思わない。「信認が棄損」というフレーズはネガティブな印象が持たれやすいが、それでも米国政府がこれほど迅速かつ大胆に動かなかった場合、事態はより深刻化していたはずである。そうなればドルの信認以前に世界経済の信認が問われる展開になっただろう。また、「過度なドル安」が「非ドル通貨の大幅上昇」を意味する以上、各国の通貨当局がそのようなドル安をいつまでも放置するはずがない。為替介入なのか、金融緩和なのか、それとも資本規制なのかは国ごとに異なるだろうが、自国通貨高（・ドル安）に対して何らかの処置は採られるはずだ。とすれば、ドルの信認に疑義が生じるリスクを冒してでも米国政府・中央銀行（FRB）は動くべきであったし、実際に動いた。FRB の利下げペースは市場で殆ど評価されていないが、ドル資金供給に関する果敢な動きは高く評価されている。

世界におけるドルの総量（のイメージ）が膨張するに依り、穏当なドル安が進む可能性は高いというのが筆者の基本認識である。一方で、それが暴落という展開に至り、しかもそれが定着するような事態は米国以外の通貨当局が容認しないだろう。どの国も過度な通貨高は回避したいものだ。本欄でも繰り返し述べているように、世界中がドル建て債務を積み上げた「ドル化した世界」においてはむしろ、ドル高が継続的に続く展開の方が対外債務の返済可能性という論点に注目が集まり、市場を不安定にさせる懸念がある。目先の危機脱却を考えた時、多少なりともドルの信認が棄損しても、米国政府が果敢な対応をしてくれた方が世界経済にとって正義と言えるのが実情である。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務・難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「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政策理事会プレビュー～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? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	債券相場の現状と展望～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政策理事会プレビュー～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債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
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～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
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政策理事会プレビュー～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	「株価の腐」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～