

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 9 日)

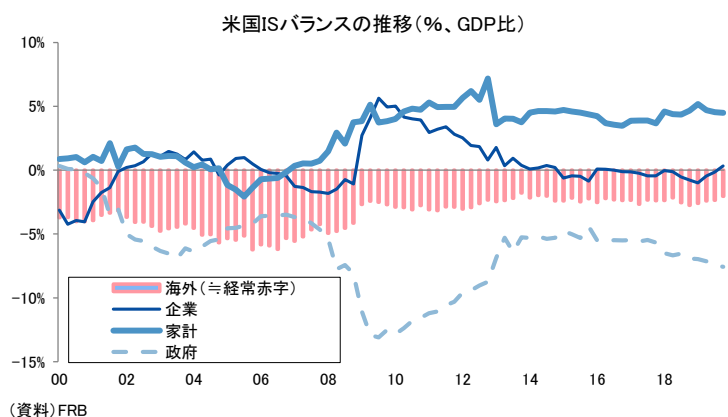
米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～

繰り返し論じているように、ユーロ圏は元より米国も貯蓄・投資(IS)バランスの仕上がりで日本経済に酷似し、民間部門の貯蓄が過剰になる世界に接近する可能性が考えられる。こうした状況下では財政政策は元より、金融政策も日本の経験を踏襲するだろう。一国の中央銀行が実行可能な政策について、各国間でそれほど差があるわけではない。事実として欧米中央銀行は日銀の後追いに終始し、FRBに至ってはイールドカーブコントロール(YCC)導入観測も浮上している。しかし、「FRBにできて、他の中銀にできないもの」もある。それは「基軸通貨を司る」という特権的行為。財政政策や金融政策が尽きた先に通貨政策が重要なツールとして残る可能性は注視したい。米国債市場の4割弱を海外投資家が占めるなど、資金循環面でドルは円よりも強固とは言えない。政府・中銀がその気になれば安値誘導は難しいものではないと考えられる。米国にとっては両刃の政策だが、ドル相場には調整余地を踏まえれば可能性は否めず。

～米国の企業部門は消費・投資意欲を戻せるか～

先月以降、本欄では米国やユーロ圏のマクロ経済の展望に際し、「貯蓄が正義」という価値観が定着してしまう可能性に警鐘を鳴らしてきた。それは「所得以上に消費する」ことで成長がけん引されてきた米国経済にとっては民間部門の行動原理が根本的に変わることを意味する。仮にそうなった場合、長期的に見れば、米国の潜在成長率並びに自然利子率は低水準で張り付くことになり、日本の経験を元にすれば、金融政策が流動性の罠に嵌まって苦しむ未来が視野に入る。改めて米国の貯蓄・投資(IS)バランスを振り返っておくと、家計部門はサブプライムショックならびにリーマンショックを境としてはっきりと貯蓄過剰を抱える経済主体に変化した(図)。2007年前後を境として「借金して消費・投資をする」という行動様式は大きく変わっており、今回のコロナショックを通じて、その保守的な姿勢はさらに強まった可能性がある。米4月個人消費・所得における貯蓄率の急騰はテクニカルで一時的な外れ値と思われるが、従前よりも消費・投資を手控える家計部門の行動変容が起きるのかどうかは注目されることは過去の本欄¹でも議論した。

今後、米国経済を見る上でのポイントはリーマンショック後に長い時間をかけて一旦、貯蓄過剰から貯蓄不足へと軸足を移してきた企業部門が果たして再び旺盛な消費・投資意欲を取り戻せる



¹ 本欄 2020 年 6 月 3 日号『米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動』をご参照下さい。

かである。感染予防を目的とした行動制約が常態化している状況では、需要の消滅と共に企業収益も消滅しているため貯蓄はそれほど生まれない可能性があるが、経済活動がある程度正常化した後でも消費・投資行動を控えたままだと、家計部門に加えて企業部門までもが貯蓄過剰の経済主体へと転化してくる話になる。かつてない規模と期間をもって経済活動が抑圧されたことで、少なくない企業が不可逆的なダメージを被り、「万一の時のために蓄えが重要」という思いが強まれば、米国ですら企業部門の貯蓄過剰が常態化する恐れは否めないと筆者は考えている。

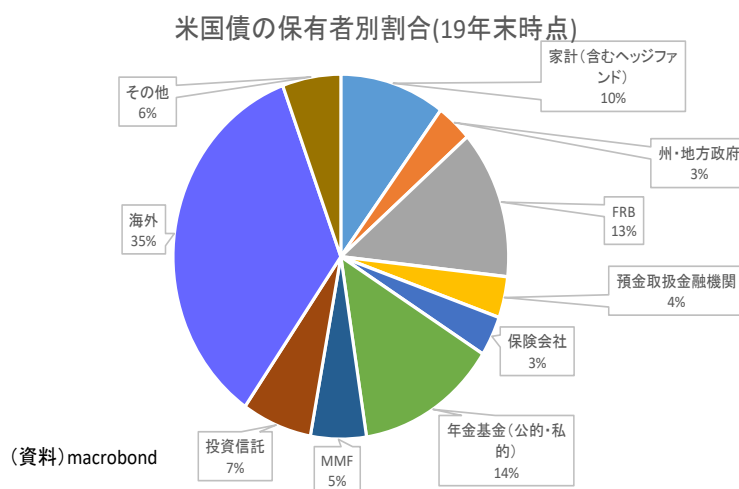
～「基軸通貨国」という特権的地位～

上述したように、民間部門の貯蓄が過剰になる世界では、貯蓄と消費・投資を均衡させる金利（自然利子率）が低位で張り付く。家計・企業の両部門が貯蓄過剰に陥っているユーロ圏の政策金利がマイナス金利圏に突入しているのは相応の理由がある。名目金利の非負制約がマイナス金利導入によって打ち破られ、それが日常風景になりつつあるが、パイオニアである欧州を見ても、やはり深掘りには二の足を踏む中央銀行が多くなっている。細かい議論を捨象すれば、一国の中央銀行が実行可能な政策について、各国間でそれほど差があるわけではない。事実として欧米中央銀行は日銀の後追いに終始している。昨日の本欄でも議論したように、足許では FRB のイールドカーブコントロール (YCC) 導入観測が浮上しており、現実味を帯びている。

しかし、「FRB にできて、他の中央銀行にできないもの」もある。それは「基軸通貨を司る」という特権的行為だ。フェアバリューが存在せず、予測が極めて難しいと言われる変動為替相場の世界において唯一鉄則があるとすれば、「最終的に為替相場は米国の思惑通りに動く」という事実だ。ランプ政権は歴代政権の中でも突出してドル安への意欲を隠さない政権だが、それでもマイナス金利への希望を口にした直後に「強いドル」を希望するなど、「形振り構わずドル安」という印象はまだ抱かれない。本当に、米国大統領がドル安を希求するのであれば、議長更迭を示唆した上で、より FRB へのより強い圧力や貿易交渉における為替条項の全面的なアピール、果ては為替介入といった実力行使にまで出てくる展開が考えられ、そこまでやればほぼ確実にドル安になるはずだ。

実際のところ、財政政策や金融政策が尽きた先に通貨政策が重要なツールとして残る可能性はある。政府債務残高の増大、金利や物価の低下、成長率の鈍化、いずれをとっても米国経済ないし FRB は日本化/日銀化が否めない状況だが、9 割以上が内国債である日本と異なり、米国債市場の 4 割弱は海外投資家が占めている。未曾有の拡張財政を進める中、ある時点で米国債の利回り上昇を FRB だけで押さえ込むのが難しくなるかもしれない(図)。また、

海外投資家だけではなく、家計部門の動向も注目である。図に示されるように家計部門は 2019 年 12 月末時点で米国債発行残高の約 10%を保有するが、サブプライムショック直後(2007 年 12 月



末時点)では0.1%だった。この間、保有比率が100倍になっている。米資金循環統計において家計は他部門に計上できないヘッジファンドが含まれているため、そういった投機筋を含めた保有が拡大しているというのが実情である。この間、海外部門は39.4%から34.7%と比率を落としているが、足の速いヘッジファンドのような主体が金利の低位安定に旨味を感じず、海外資産への投資比率を高める恐れは残る。この点、日銀や民間銀行部門がガッチリ抑え込んでいる円金利に比べて米金利は上振れしやすい性質もあり、これに伴ってドル相場も不安定になりやすい構造が見て取れる。

基軸通貨国としてドル相場を左右させやすい立場に加え、資金循環面からもドル相場は円相場ほど強固ではないことを思えば、少なくとも通貨安方向の誘導は気持ち一つで容易にできるという条件は整っている。もちろん、ドル安が加速する過程で米国債利回りの急騰、これに伴う米株価の急落などが促される恐れもあるため、ドル安政策は文字通り両刃であるものの、既にドルインデックスは歴史的に高値にあることを思えば下方向への調整余地は大きめだと考えるべきだろう。

裁量的なマクロ経済政策が尽きた先に、米国が基軸通貨国という特権的地位の乱用に踏み込む未来は為替見通し上、視野に入れておくべき展開と筆者は考えている。

市場営業部兼金融市場部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
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？～
2020年4月21日	資本逃避スビ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)
	リスクシナリオも練り直し～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	プレグジット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～「政熱経冷」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～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー