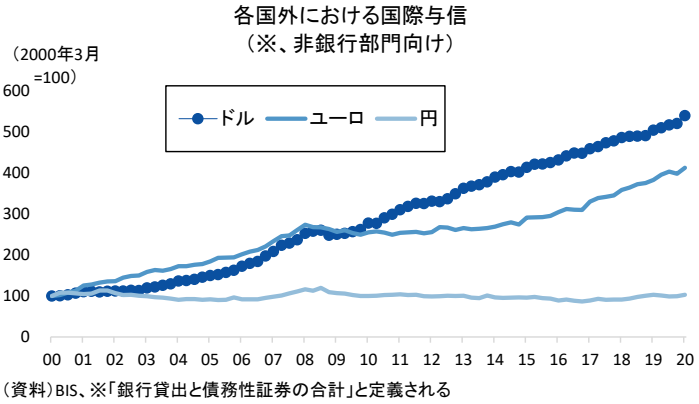
みずほマーケット・トピック（2020 年 8 月 18 日）

「ドル化した世界」におけるドル相場の限界

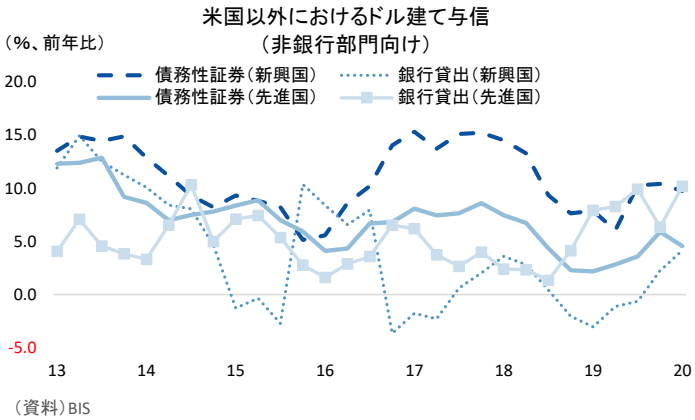
為替市場では 7 月以降で加速したドル安に一服感が見られている。しかし、ドルの先安感は依然根強いと筆者は考えている。昨年来、本欄では「ドル化する世界」という問題意識の下、世界はそう簡単にドル高を許容できないとの認識を示してきた。この状況は現在も不変だ。コロナショックで疲弊する世界経済（とりわけ新興国経済）に顕著なドル高を乗り切る体力は無いはずである。08 年 12 月末以降の 11 年間で GDP 比 80%ポイント以上の債務が新興国全体で積み上げられている事実は相場展望において重要な前提になる。「ドル高になれば新興国の企業部門の資金繰りがひっ迫しかねない」という懸念は今後も配慮すべきものだ。為替市場は常に「相手がある話」であり、一見してドル高シナリオが確からしいものに見えたとしても、非ドル圏の体力としてそれが受け入れられるのかという問題意識を持ちながら見通しを策定することが重要。

～世界がドル高を乗り切るのは難しい～

為替市場では 7 月以降で加速したドル安に一服感が見られている。では、ここからドル高方向に加速するのか、それとも再び反落するのか。筆者は後者の可能性が依然高いと考えている。昨年の本欄では繰り返し議論したが、金融危機後、世界はドル化しており、この状況は現在も大きくは変わっていないと考えられる。コロナショックで疲弊する世界経済（とりわけ新興国経済）に顕著なドル高を乗り切る体力は無い、という中長期的な目線を持ちながら相場展望を議論すべきである。右図（上）に示されるように、金融危機後、各国が外貨として調達した債務（非銀行部門向け）を主要 3 通貨ごとに見ると、ドルだけが淡々と伸びてきた経緯がある。より具体的に見ると、右図（下）で示されるように、先進国よりも途上国で、銀行貸出よりも債務性証券（≒債券発行）という形態での資金調達が優勢だったことが分かる。



（資料）BIS、※「銀行貸出と債務性証券の合計」と定義される



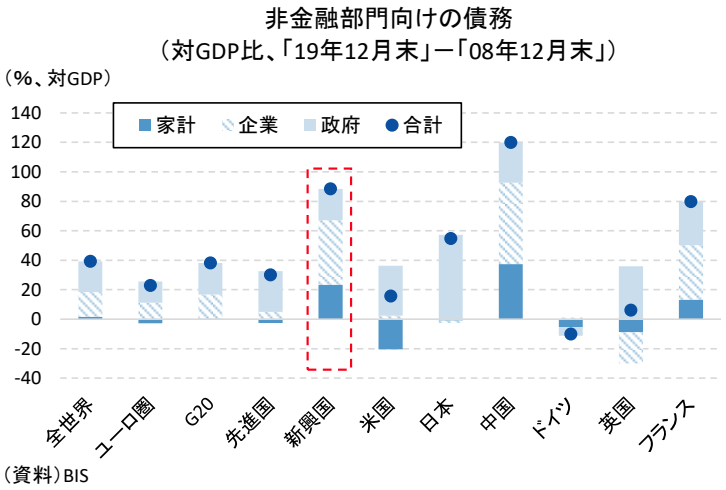
（資料）BIS

こうした傾向をまとめると、未曽有の金融緩和の結果、低位安定していた米金利を背景として新

興国を中心にドル建て債券を発行する動きが強まっていたということだろう。なお、世界経済が極めて安定していた 2016～18 年では先進国においてもドル建て債券の発行が旺盛だった様子が見て取れる。「安いドル」が世界中に放出される中、世界がこれを利用してきたのが過去 10 年だった。

～特に新興国の企業部門の債務積み上げが大きい～

「先進国よりも途上国で、銀行貸出よりも債務性証券で」というドル化する世界の特徴をさらに掘り下げて、各国経済のどの経済主体が債務を積み上げていたのかも知っておく必要がある。結論から言えば、金融危機後、最も債務の積み上げが顕著に見られたのは新興国の企業部門であった。これは金額ではなく対 GDP 比でも顕著な動きであり、企業部門の債務積み上げが目立つものの、家計部門や政府部門も相応に積み上げが大きいことが見て取れる(図)。



2008 年 12 月末以降の 11 年間で GDP 比で 80%ポイント以上の債務が新興国全体で積み上げられている事実は、今後の国際金融市場を展望する上で重要な前提になると筆者は常に考えている。それは「ドル高になれば新興国の企業部門の資金繰りがひっ迫しかねない」という懸念であり、実際、FRB が複数の利上げにトライしようとするたびに新興国からの資金流出が話題になり、とりわけ国際収支構造が脆弱な国・地域が市場の取引材料にされる場面が頻発したことは記憶に新しい。

～ドル高が続くには世界経済に強靭さが必要～

コロナショック後、米金利は低下し、足許ではドル安傾向が強まっていることから、当面は上述したような「ドル化した世界」に関わる懸念を抱くには至らない。しかし、いざ米金利やドルが上昇基調に入ろうとすれば、新興国のドル建て債務負担に焦点を当てた混乱が表面化するはずである。2013 年 5 月にバーナンキ元 FRB 議長が量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に言及して以降、国際金融市場は米金利とドルの上昇に際して新興国が混乱する局面を断続的に経験してきた(その最たるものが 2015 年 8 月のチャイナショックである)。

とはいえ、それでも大きなショックに至らず、FRB も結局は 2.50%まで政策金利を引き上げることができた。これは金融危機から 10 年弱が経過する中で、世界経済にも相応の強靭さが戻ってきていたからだろう。例えば、企業部門を例に取れば、世界経済の安定が続く中で溜め込んだ利潤を通じて多少の混乱ならば乗り切ることができる。だが、現状に目をやれば、「100 年に一度」とも形容されるコロナショックを受けて新興国のみならず、先進国も、マクロ経済全体がかつてないほど痛んでおり、米金利やドルの上昇に伴う外貨建て債務の負担増加まで背負う用意は無い。7 月以降のドル安が苛烈だった分、揺り戻しが発生すること自体は不思議ではないものの、それが為替市場の潮流となり、加速していくような可能性は世界経済として受け入れられるものではないというのが筆

者の基本認識である。為替市場は常に「相手がある話」であり、一見してドル高シナリオが確からしいものに見えたとしても、非ドル圏の体力としてそれが受け入れられるのかという問題意識を持ちながら見通しを策定する必要がある。

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に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8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版（ユーロ/ドルは購買力平価（PPP）に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～）
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年6月分）
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版（ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～）
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム（APP）
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版（明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～）
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版（IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～）
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年5月分）
	香港ドル相場の現状と展望～ペッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版（EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～）
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
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～
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～PEPP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買い入れ近況について
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～