

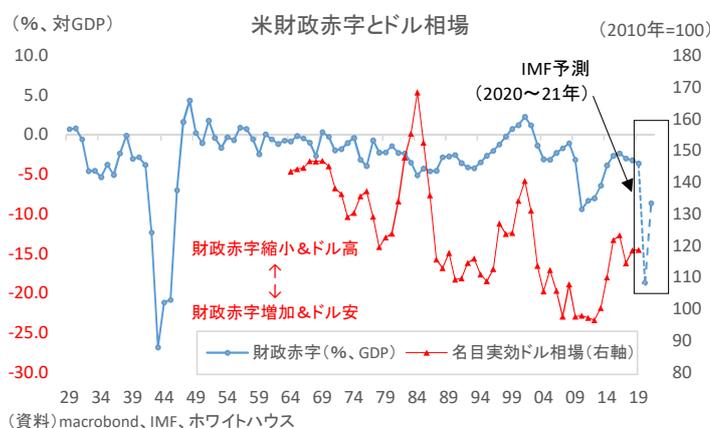
みずほマーケット・トピック(2020年10月19日)

過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」

米財務省は2020会計年度の財政赤字が過去最悪の▲3兆1320億ドルに達したと発表。これまでの過去最悪の2倍超の水準であり、文字通り、戦時中を彷彿とさせる。本欄ではこの「ドルの過剰感」が為替相場の潮流を規定すると考え、FRBが金利上昇を抑制する状況もあいまって、ドルは買えない通貨だと考えている。もちろん、現状では世界中どこを見渡しても巨額の財政出動が行われているので、「先進国が横並びで悪化しているならドルの過剰感というテーマも薄れるのでは」との問題意識もあり得る。だが、筆者はそうは思わない。米国経済が世界経済の2割以上を占める圧倒的な存在。中銀の量的緩和とは異なり、政府による財政政策(国債発行)は何らかの形態で实体经济に通貨が直接供給されているはずである。仮に、米国がGDP比で10%の財政赤字を出しただけでも、それはカナダ経済よりも大きな規模のドルが供給されたという話になる。「ドルの過剰感」は当面のテーマとして為替市場で存在感を示すものだろう。

～米史上最悪の赤字と「ドルの過剰感」というテーマは健在～

先週16日、米財務省は2020会計年度(2019年10月1日～2020年9月30日まで)の財政赤字が過去最悪の▲3兆1320億ドルに達したと発表した。これまでの過去最悪はリーマンショック直後に始まった2009会計年度の▲1兆4160億ドルであるから、2倍を超える水準でこれを更新したことになる。米国の名目GDP(約21兆ドル)の15%以上という規模感



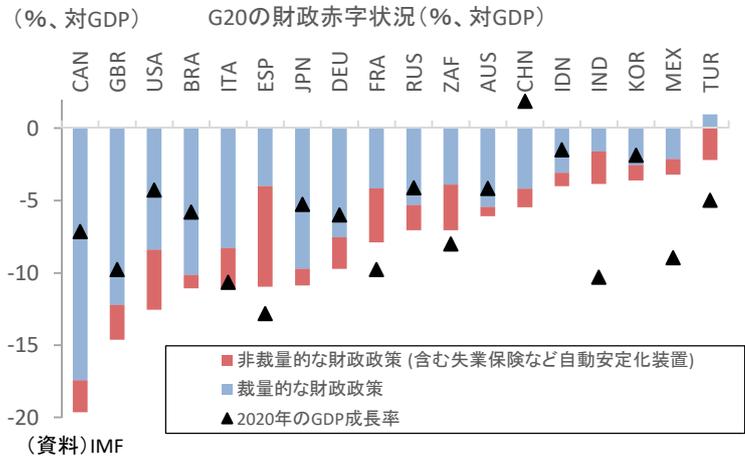
ものだ。本欄ではこの「ドルの過剰感」こそが為替相場の潮流を規定すると考え、FRBが金利上昇を抑制する状況もあいまって、ドルは買えない通貨だと考えてきた。なお、先週発表されたIMFの世界経済見直し改定に従えば、2020年(こちらは暦年ベース)の米財政赤字がGDP比で▲18.7%に達する見通しだが、現在紛糾している追加経済対策(第4弾)も今後付加されてくることを踏まえれば、最終的にはもっと膨らむことになる。いずれにせよ、図から得られる経験則を踏まえる限り、ドル相場が上昇するイメージは非常に抱きにくいものがある。

～他国と比べても「ドルの過剰感」は目立つ～

もちろん、現状では世界中どこを見渡しても巨額の財政出動が行われているので、財政赤字に伴う通貨の過剰感

しておく必要がある。この点、やはり今月に改定された IMF の「財政報告 (fiscal monitor)」が重要になる。通常、世界経済見通し (WEO) や国際金融安定報告 (GFSR) に隠れて注目されにくい、今や政治・経済・金融において財政政策は外せない論点であるため、とりわけ注目に値する。

右図に示されるように、2020 年における主要国の財政赤字 (%、対 GDP) は、米国に限らず他国も大幅に悪化している。ここでやや本筋とは逸れるが、財政収支を考察する際の基本的な論点を押さえておきたい。各国の財政出動は景気悪化に応じて執行された各種対策を含む「裁量的な財政政策」と、それ以外の「自動安定化装置としての財政調整 (図中では非裁量的な財政政策)」に分かれる。後者は景気変動の変動幅を自然と小さくするような自動的安定化効果を持つ社会給付制度であり、例えば累進課税制度や失業保険給付などが所得や消費を安定化させることを指す。財政収支の観点から言えば、景気悪化に伴ってそれらの給付が増える一方、税収は減少するので赤字は拡大方向に作用する。今回の財政報告によれば、こうした非裁量的な財政政策に基づく赤字要因が 3 分の 1 を占めるという。



と小さくするような自動的安定化効果を持つ社会給付制度であり、例えば累進課税制度や失業保険給付などが所得や消費を安定化させることを指す。財政収支の観点から言えば、景気悪化に伴ってそれらの給付が増える一方、税収は減少するので赤字は拡大方向に作用する。今回の財政報告によれば、こうした非裁量的な財政政策に基づく赤字要因が 3 分の 1 を占めるという。

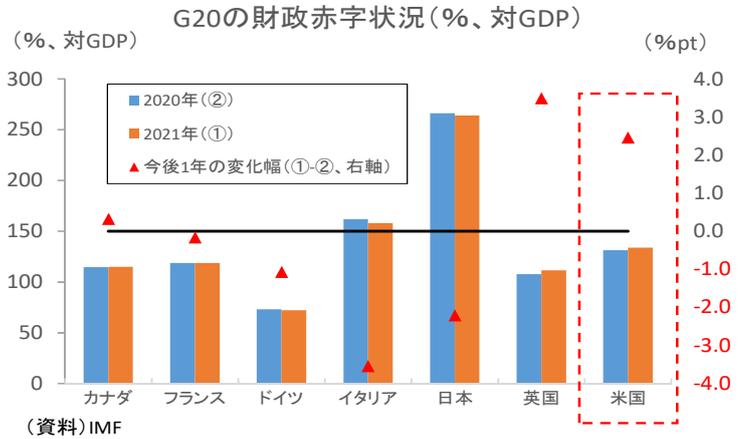
財政赤字の拡大要因として目を引く論点はほかにもある。財政学の世界では基礎的財政収支 (プライマリーバランス、利払いを除いた財政収支) が均衡しているという前提の下、「 $r < g$ 」の条件を満たしていれば、政府債務残高 (%、対 GDP 比) が長期的に安定することで知られる。この「 $r < g$ 」もしくは「 $r - g < 0$ 」はドーマー条件と呼ばれ、財政収支の持続可能性を判定する際の簡易ツールとして知られる。だが、周知の通り、今次局面では r が金融政策で抑制されていても、 g が経験の無いペースで大幅に落ち込んでいる。2020 年に至っては大幅なマイナス成長であるため、「 $r - g > 0$ 」という状況が生まれている。財政報告によれば、先進国の 2020 年における政府債務残高 (%、対 GDP 比) の悪化幅 (20.3%ポイント) のうち 6.6%ポイントが「 $r - g$ 」が「正のギャップ」になっていることに起因するという。これは新興国の 3 倍程度の寄与度であり、やはり金利水準が元々高くない先進国では成長率が大幅悪化することで、「先進国ほど大きく財政収支が悪化する」という状況が生まれやすいのだと考えられる。実際、2020 年に関して言えば、財政収支が大きく悪化している国の上位は先進国が目立つ。

～2021 年も悪化する米国財政～

こうした認識の下、「先進国が横並びで悪化しているならドルの過剰感というテーマも薄れるのではないか」との問題意識もあり得る。だが、筆者はそうは思わない。確かに、前掲図を参考にすれば、2020 年の G20 における財政悪化幅は大きい順にカナダ、英国、米国、ブラジル、イタリアがトップ 5 となる (ちなみに前頁図で言及した米国の財政赤字 ▲18.7% と図中の数字が若干異なるのは推計方法の違いによるものであり、これは米国に限らず生じている誤差だ)。確かに、米国の悪化幅は最大ではないが、米国経済 (約 21 兆ドル、2019 年) が世界経済 (約 87.5 兆ドル) の 2 割以上を占

める圧倒的な存在であることを思えば、やはり為替市場における影響は気がかりである。中銀の量的緩和とは異なり、政府による財政政策(国債発行)は何らかの形態で実体経済に通貨が直接供給されているはずである。ベースマネーではなくマネーサプライに直接的に訴えかけられる政策だからこそ、今、迂遠な金融政策よりも即効性に優れた財政政策の重要性が見直されているのである。

仮に、米国が GDP 比で 10% (約 2.1 兆ドル) の財政赤字を出しただけでも、それはカナダ経済 (約 1.7 兆ドル) よりも大きな規模のドルが供給されたという話になる。これから可決されるであろう追加経済対策を踏まえれば、最終的に比率は 25% 程度まで膨らむと予想される。やはり直感的にはドル高に賭ける気にはならない。ちなみに、IMF 推計によれば、2021 年にかけては経済活動の復調と低金利の恩恵もあって、殆どの国にお



いて政府債務残高(%、対 GDP 比)は安定すると見込まれているが、米国や英国は悪化が継続する見通しとなっている(図)。ポンドもまた、過剰感を理由に買えない通貨であると言えそうだが、絶対額での規模感を思えば、やはり「ドルの過剰感」というのは当面のテーマとして為替市場で存在感を示すのではないかと。債券市場において財政赤字の拡大が金利上昇に直結してくるような地合いになれば、ドルを買い求める向きも出てきそうだが、2023 年までゼロ金利を見込む FRB がそのような意図せざる金融引き締め環境を容認することはないだろう。引き続き、本欄や『中期為替相場見通し』ではドル相場の下値リスクを警戒していきたいと考えている。

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10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分))～露骨なユーロ高けん制の実情～
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	フレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
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年上半年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～ベ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～当分失われそうなるドル/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に孕む隠微リスク～)
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～立ちほだかる「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？