みずほマーケット・トピック（2025 年 5 月 19 日）

米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～

先週 16 日の格下げを経て、主な格付け会社から米国債の最高位格付けが消滅。過去 2 回の引き下げにおいて、米国債への根本的な信認、言い換えればドルという基軸通貨への信認が揺らぐことはなかった。しかし、金融市場では「ドルの基軸通貨性」が一大テーマと化していたところであり、今回の格下げがダメ押しするような材料にならないかは要警戒。今回の格下げの理由としてはトランプ減税の延長可能性も挙げられており、市場心理を好転させる材料として期待されていた減税も封じられた格好。株価にとっては重しに。なお、ドルが基軸通貨の立場が本当に喪失するとしたら、それは急性的に一夜で発生するものではなく、慢性的に進むはず。この点、世界の外貨準備におけるドル比率の低下傾向はドルの価値保蔵機能が毀損する兆候として注目したい。過去 2 回に比べてドル安・米金利上昇は続きそうだが、永続はしないだろう。

～3 度目の格下げ～

先週 16 日、米格付け会社ムーディーズは、米国の長期発行体格付けと無担保優先債格付けを最上位の「AAA（トリプル相当）」から「Aa1（ダブル A 相当）」に 1 段階引き下げることを発表した。既にフィッチと S&P グローバルに関しては最上位格付けを喪失していたため、これで主な格付け会社から米国債の最高位格付けが消滅したことになる。過去 2 回直面した米国債格下げにおいては、現実問題として米国債の代替資産は存在しないという事実が尊重された結果、格下げは儀式的なアクションと受け取られ、金融市場において争点化することは無かった。

具体的に過去の事例を振り返っておくと 2011 年 8 月 8 日に S&P グローバル、2023 年 8 月 1 日にフィッチがそれぞれ格下げを行っている。前者の格下げ時、同日の NY ダウ平均株価は約▲5.5%下落し、当時としては史上 6 番目の下げ幅を記録したが、後者の格下げ時は小幅下落に留まっている。長期金利に関しても、双方共に米金利は一時的に押し上げられたものの、持続的な上昇には至っていない。後者の格下げ直後は確かに米 10 年金利のまとまった幅の上昇が注目されたが、同じタイミングで強い米経済指標（具体的には米 7 月 ADP 雇用報告）の発表が重なり、FRB の利上げ観測が強まったという事情があった。繰り返しになるが、過去 2 回の事例において、米国債への根本的な信認、言い換えればドルという基軸通貨への信認が揺らぐことはなかった。

～封じられた好材料として減税～

しかし、である。周知の通り、時悪くも、4 月 2 日の「解放の日」以降、金融市場では「ドルの基軸通貨性」が一大テーマと化している。現時点で格下げを受けた金融市場の反応は限定的だが、今回の動きが米金利急騰を促すトリガーになりかねないと不安を抱いたのは筆者だけではないだろう。

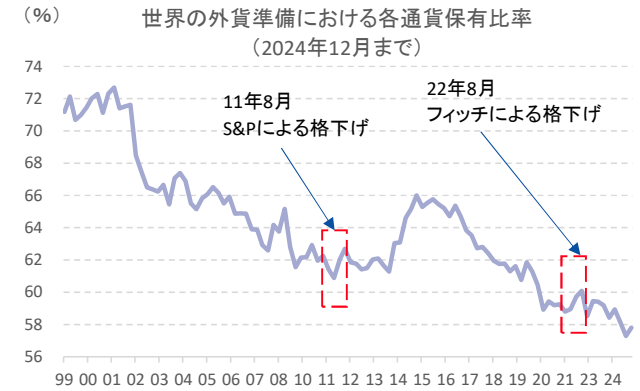
元々、米中関税協議が軟着陸したことで関税相場は小康を得ていたが、それと入れ替わるように財政懸念を理由とする米金利上昇がテーマ性を帯びつつあった。皮肉なことだが、関税政策への懸念が下火になったことで（関税を通じた）税収が減少し、米金利の上昇が促されるという解釈まで

見られ始めている。こうした状況下、一時期は市場心理を好転させる切り札のように期待されていた減税措置も「財政懸念の高まり→米金利上昇→株安」を呼び込む悪材料として解釈されやすい雰囲気があった。そこへ今回のムーディーズの格下げである。現時点では「拡張財政路線による米景気浮揚」というシナリオは事実上、封印されたと考えるべきだろう。

今回、ムーディーズが格下げに踏み切った理由としては財政赤字の拡大傾向、金利上昇による利払い負担の増勢といったスタンダードな論点のほか、「2017 年に導入されたトランプ減税が延長された場合、今後 10 年間で連邦政府の基礎的財政赤字(利払いを除く)が約 4 兆ドル増加する」との試算も紹介されている。つまり、減税延長は次なる格下げを検討する材料になり得るため、市場はやはり金利上昇で反応することになるだろう。ちなみに、日本では現在、消費減税の可能性が争点化しているが、日本国債の格付けが巨額の政府債務と低成長にもかかわらず投資適格級を維持できているのは諸外国対比で抑制されている消費税について引き上げ余地があるからだという見方も存在する。だとすれば、現在の野党を中心とする議論の方向性は非常に危ういものである。

～影響は急性的というより慢性的～

なお、冒頭で過去 2 回の格下げでは「ドルという基軸通貨への信認が揺らいだという様子はほぼ感じられなかった」と述べた。「ほぼ」と含みを残したのは、不安な兆候もあるためだ。今後、基軸通貨の立場が本当に喪失するとしたら、それは急性的に一夜で発生するものではないだろう。それまでの慣性(inertia)を引きずりつつ慢性的な喪失が進むはずである。この点、過去の本欄でも議論したように、貨幣の 3 機能(価値保蔵・価値尺度・交換)に照らすと、価値保蔵の代理変数となる世界の外貨準備におけるドル比率は慢性的な低下傾向にある(図)。少なくとも 10 年前まで、ドル比率の 60%割れが常態化すると考える向きは多くなかったはずだ。これが水面下で起きている「基軸通貨性の喪失」の兆候だとすれば、次は原油取引のドル建て表示などに BRICS 首脳会議が切り込み、価値尺度機能が毀損される展開などは警戒される。元よりこうした懸念が漂うところに今回の格下げが重なっているため、過去 2 回に比べてドル安や米金利上昇の併発を伴いやすい状況が持続する可能性はある。とはいえ、過去にそうだった通り、ドルの代替資産が存在するわけではなく、地政学リスクの高まりに応じて軍事力を背景とした米国、ひいてはドルへの評価が高まるという古典的なロジックが戻ってくると筆者は考えている。



(資料)macrobond

国際為替部
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
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年4月分）
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版（米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～）
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版（日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～）
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版（ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～）
2025年4月17日	マールアラーゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年3月分）
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版（リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～）
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版（正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～）
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版（世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～）
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版（日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～）
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年2月分）
2025年3月14日	週末版（史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～）
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版（ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～）
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版（不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～）
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年1月分）
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版（窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～）
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版（円高の背景整理～その持続性を疑う～）
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版（ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～）
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年12月分）
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～）
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年11月分）
	週末版（ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～）
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版（流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～）
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」