

世界「現預金」逃避、金利存命ドル底堅さ

米 MMF 等の滞留増、ドル建て債務返済や米国勢リパトリも

2020/3/16

世界的に株安激化でキャッシュ化と現預金逃避が加速されるなか、先進国でマイナス金利は現状回避され、FRB は FF 政策金利をゼロ近傍に引き下げたが、「0.00-0.25%レンジ目標」などと、金利が僅かならも存命しているドルは底堅さが支援されやすい。すでに米国の MMF（預金に近い短期流動性資産）は一定の金利が付くこともあり、米国の内外マネーの逃避先として残高が急増してきた。同時に世界的な市場混乱や景気悪化懸念は、新興国などで急増しているドル建て債務の返済圧力（貸し手は回収）につながるほか、米国の各種投資マネーや多国籍企業などによる海外からの本国送金（リパトリエーション）が促されることでドルは下支えされる。

米株と米債のキャッシュ化でもドル資産滞留

「まだ先行き予断は許さないとはいえ、現在はリーマン・ショックや東日本大震災以来の金融経済混乱が懸念されながらも、ドル/円は 103-105 円前後で踏みとどまっている。過去の円高時のような為替介入で支えているわけでもなく、改めて長期的な構造変化としてのドル安・円高圧力の減退が注視される」――。

ある経済官庁系シンクタンクの関係者はこのような指摘を行う。もちろん、新型コロナ感染問題による経済指標悪化、企業倒産、信用不安などへの波及影響は、まだこれから慎重に見極めていく必要がある。それでもリーマン・ショック直後には 1 ドル＝87 円方向、震災直後には 76 円方向までドル安・円高が加速されていた。ひるがえって現在は 12 日に NY ダウが 1987 年以来、実に 33 年ぶりの歴史的な暴落に見舞われたが、12-13 日時点でドル/円は歴史的には程遠い「直近 2 年のドル下限ゾーン」である 105 円前後での落ち着きが維持されている。

あくまでも現状段階ながら、過度なドル安・円高を制御しているのは、「リスク回避の円高」よりも「安全逃避のドル高」の微妙な優勢だ。

米国市場では 2 月以降、安全逃避によって米 10 年債金利が急低下し（債券価格は上昇）、ドル安が進展する場面があった。しかし 9 日の 0.31% 前後という過去最低の更新後は、反動調整的な金利上昇へと転換している（債券価格は反落）。米債価格の下落は米株暴落によるキャッシュ化の波及という「悪い米株安と米債安」の側面もあるが、ドル自体は安定性を保ったままだ。一因としては米債金利の上昇が素直にドルを下支えていることがあるが、同時に安全逃避によるキャッシュ化の避難先として、世界的なマイナス金利拡大の中での「プラス金利存命のドル

資産」が着目されている点がある。

実際、米投信協会（ICI）による統計では、米国内外からの逃避・滞留資金の受け皿となっている米 MMF が再増加してきた（マネー・マーケット・ファンド、預金に近い短期流動性資産）。最新 3 月 11 日週には前週比＋940 億ドル増の 3 兆 7773 億ドルとなり、2009 年 5 月以来の高水準へと膨張している。4 週前比では＋1522 億ドルの増加で、リーマン・ショック直後である 2008 年 11 月以来の急増となってきた。

最近の安全逃避による米 MMF 逃避は、2018 年 12 月から 2019 年 1 月の米株急落局面で観測された。当時のドル/円は一時的なフラッシュ・クラッシュで 104 円方向にドル安が加速されたが、「安全逃避のドル避難需要」もあり、3 月には 113 円方向へとドルが反発している。その前では 2017 年 11-12 月にかけて米 MMF の滞留場面があったが、当時のドル/円は 114 円から 110 円へのドル反落を経て、すぐに 113 円方向へとドルが値を戻した実績を有している。

同時に世界的な市場混乱や景気悪化懸念は、新興国などで急増しているドル建て債務の返済圧力（貸し手側は回収圧力）につながりやすい。世界の債務総額は 2018 年時点で 180-240 兆ドルと過去最高に迫る一方、「米国以外のノンバンク向けドル建て与信は世界の GDP の 14%」といった試算がある。現在のようなドル金利急低下の局面のほか、今後、少しでもドルが下落する局面では、米国外のドル債務者による債務返済・圧縮や借り換え、ヘッジ対応を後押しさせやすい。

米所得収支黒字や海外収益急増、ドル転余地

米国はネットベースでの巨額な対外純債務は続きながらも、2009 年以降は海外のドル建て債務膨張と裏表で、負債と差し引きする前の対外債権自体は増加傾向にある。過去の FRB 利下げ局面や米国の景気悪化、株安局面に比べると、ドルは構造的な打たれ強さが増強されてきた。

米国の経常収支によると、対外債権から生じる利子、配当、貸付返済などを含む「第一次所得収支」は、昨年 7-9 月に＋687 億ドルのネット黒字になっている。2006 年 7-9 月の＋40 億ドルを直近最低として、実に 17 倍以上もの急増となってきた。国際収支の構造面として、2006 年以前に比べるとドルの脆弱性は改善されている。

米国の第一次所得収支のうち、投資収益に関しても、「米国側の貸方」のネット黒字額が 2017 年からは急増してきた。反対に海外のドル建て債務増加や

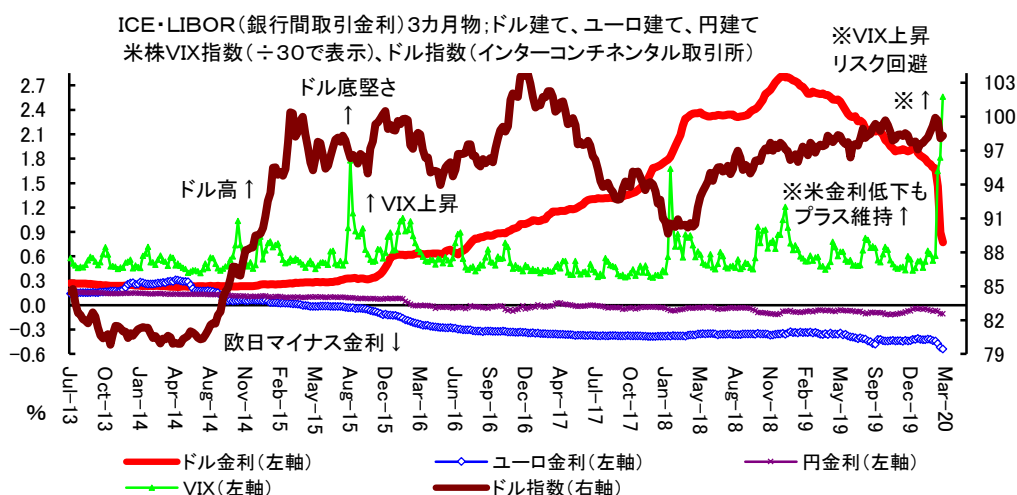
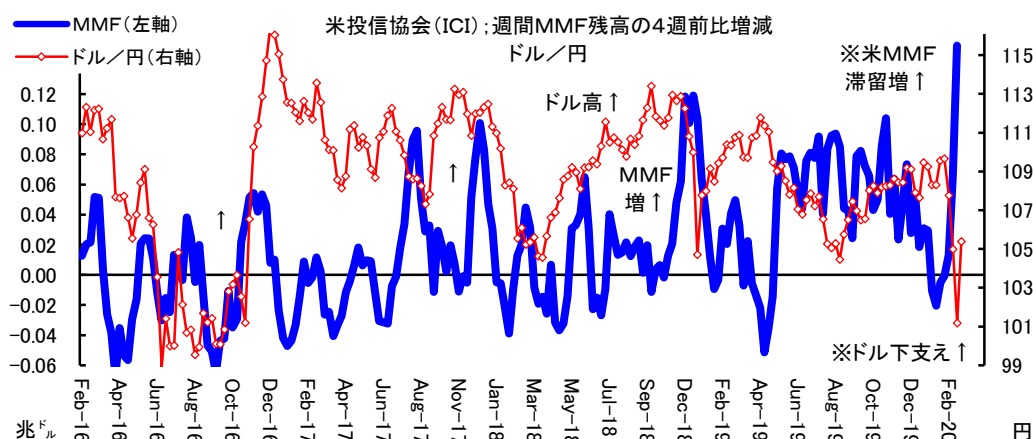
米国債金利の急低下を受けた利払い負担の軽減などもあり、「外国からの借方」という債務側は増加ペースが鈍化している。

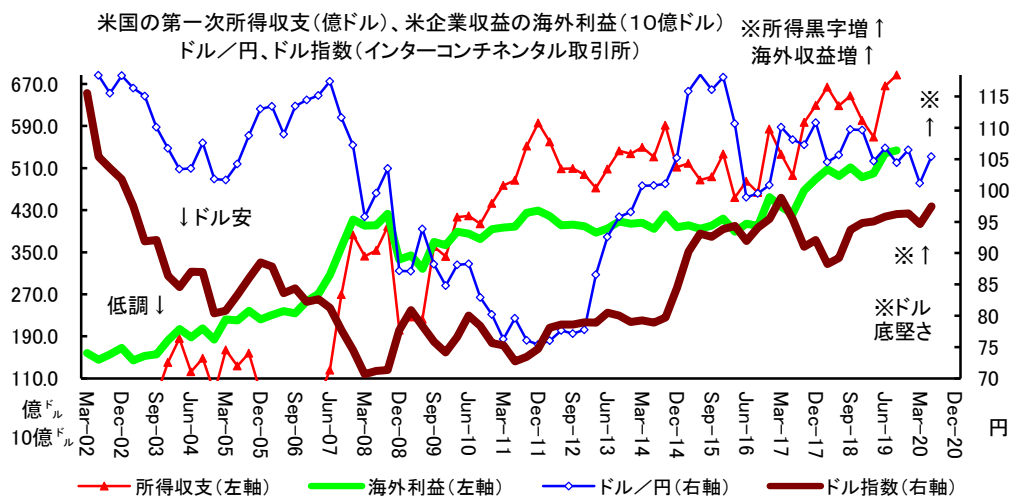
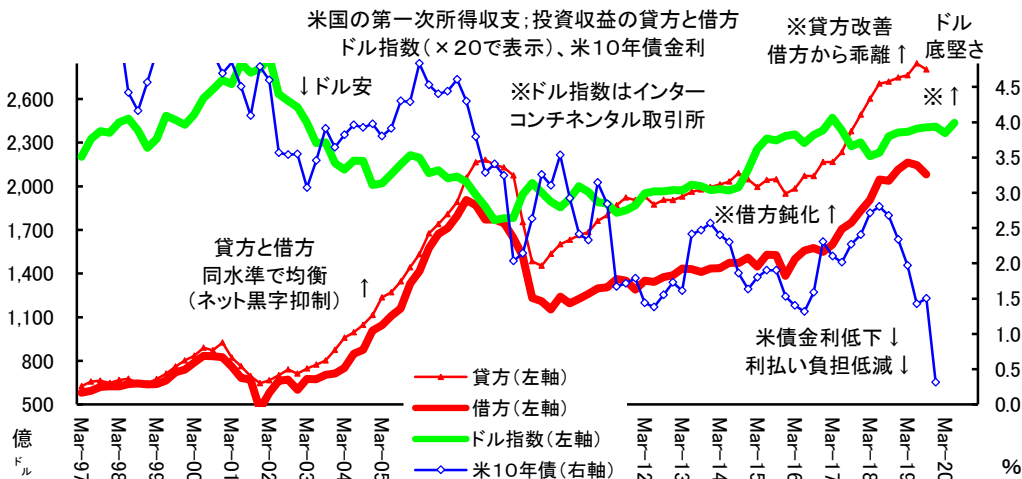
結果、単純に「米国側の貸方－外国からの借方」の差し引きは昨年 7－9 月に＋721 億ドルとなり、前期の＋699 億ドルから貸方が増加した。2006 年 7－9 月の＋68 億ドルという均衡状態を最低として、「米国側の貸方優位」が拡大している。これまた 2014－15 年以降のドル指数の長期安定化について、底流部分での支援要因となっている。

その他、現在は新型コロナ打撃により、米国の各種投資・運用マネーや多国籍企業は収益打撃が懸念され始めた。日本の企業や金融機関の打撃時と同様に、本国での収益補填や損失穴埋め、海外での損失

食い止めなどにより、海外での利益や資産の取り崩しと本国送金（リパトリエーション）を促すことでドル転需要の増加が見込まれる。為替相場ではドルの下支え要因となる。

米国の経済分析局によると、米国の企業収益の海外分は法人税控除前のベースで、昨年 7－9 月に＋5437 億ドルとなっている。昨年同期の＋5116 億ドルから増加傾向を維持し、リーマン・ショック後の最低である 2009 年 4－6 月の 3186 億ドルからは約 1.7 倍、＋2251 億ドルもの急増となっている。連動する形で現在のような収益悪化局面では、海外の滞留利益の本国回帰、海外資産の取り崩しといった決算対策や、株主還元原資捻出などが注目されそう





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。