

米内需「先頭」回復待ちがドル滞留支援

米修復なくして世界回復困難、非ドル分散は世界回復後

2020/4/6

為替相場では米国の内需の「世界苦境からの先頭回復待ち」が、ドルへの資金滞留を支援しやすい。現在はFRBによる無制限の量的緩和（QE）などでドル資金が大量供給されているが、新型コロナの世界打撃は甚大であり、米国の内需修復なくして世界回復は困難だ。米国の低迷が続く限り、僅かでも金利が付くドルへの安全逃避が続く（非ドル転抑制）一方、米国では政策総動員で回復の種火はバラ撒かれており、先回りのドルの保有や押し目買いを後押しさせる。非ドル分散は、米国回復を受けた世界回復後という順番が想定される。

歴史的なドル安材料続出、その中でドルは底堅さ

「仮想通貨（デジタル通貨）や決済テクノロジーの進歩は興味深い可能性を示しているが、卓越した準備通貨であるドルに取って代わるにはインフラや世界での受け入れが十分ではない。ドルの地位は各種機関、法の支配、そして米国が提供しているとされる信頼性の高い投資家保護によって支えられている。ドル支配は強力で、簡単には準備通貨の転換は進まない」――。

IMF のギータ・ゴピナート・チーフエコノミストは1月、今年の注目テーマと目されていたデジタル通貨に関してこのような見解を示している。

その後は世界的に新型コロナウイルスの拡散打撃が深刻化。各国でデジタル通貨開発は先送りを余儀なくされている。反対に1-3月の期末にかけては世界的な市場混乱もあってドル調達需要とドル不足が激化した。次世代フィンテック（金融とITの融合）隆盛時代にあって、改めて基軸通貨である「ドル支配の強力さ」が再確認されている。

4月以降については市場混乱の小康（追い証などの沈静）や1-3月期末の通過、FRBによる無制限の量的緩和（QE）などを通じた大量ドル資金供給、各国中銀によるドル融通協調などもあり、ドルの逼迫は緩和されてきた。

しかし、ドルの総合力を示すドル指数（インターコンチネンタル取引所算出）は3月20日の103.00を高値とした反落から、3月27日に98.27と3月17日以来の安値まで下落したあとは早くも反発へと転じている。4月2日には100.41に上昇する場面があり、2017年4月以来のドル高値圏へと逆戻りしてきた。週足テクニカルでは、2018年以降の重要下限ラインとなってきた13週、26週、52週の各移動平均線や一目均衡表の雲上限を全て上抜け回復している。

しかも4月以降のドルを巡る環境は、米国内での感染者急増や雇用関連などの記録的な米指標悪化、

米債金利の過去最低方向への再低下、原油反発といったドル安材料が相次いでいる。同時進行でFRBはゼロ金利政策と無制限のQEという、過去最大規模の緩和策を強化させたままだ。FRBのバランスシートは4月2日時点で5.86兆ドルとなり、過去最高を更新している。これだけの歴史的なドル安材料が揃いながら、ドルはドル/円でも2017年以降の中心レンジ104-114円の間ゾーン前後で落ち着きを堅持させている。

先行き時間差のドル安リスクは残るものの、ドル逼迫の剥落後も有事のドル高が維持されている一因としては、米国の内需の「世界苦境からの先頭回復待ち」が注視される。コロナ影響による世界経済の打撃は甚大であり、米国の内需修復なくして世界回復は困難だ。現在は中国など新興国の世界影響度が高まっているが、それでも米国の個人消費は米国のGDPの70%、世界のGDPの17%から20%前後を占めている。

世界回復「必須条件」が米内需復調、ドル下支え

中国などの新興国が急成長する以前の1990-1992年前後や1980-1982年前後などの世界同時悪化局面では、米国の消費と輸入が先行底入れとなって、ようやく世界経済は持ち直しに転じた。連動する形でドルは上昇トレンドに移行している。今回も「世界回復の前提必須条件が米国の内需復調」という点を踏まえると、先行仕込み的なドルの保有や物色が支援されやすい。

その前段階でも当面、米国での感染拡大と内需急減が続く限り、今後の4-6月期末や7-9月期末などでのドル不足再燃リスクもあり、ドル供給を受けた非米国勢でも、ドルのままのドル滞留が重視される。米国では他の先進国比で僅かでも金利が付くこともあり、米国内外の逃避マネーが米国の預金や短期証券などに退蔵する構図が続く。

一方で米国では財政と金融の政策総動員により、先行き景気回復を点火させる「種火」がバラ撒かれている。感染一服後に未曾有の政策対応の効果が遅行表出してくるとなれば、米国の内需回復と金利上昇が見込まれ、現段階から先回りのドル保有やドルの押し目買いのインセンティブを醸成させる。

前回のFRBによるゼロ金利政策は2008年12月から2015年12月、量的緩和（QE）強化は2008年11月から2014年10月にかけて実施された。当初こそドル売り・非ドル通貨転などもあり、ドル安圧力が見られたが、ドル指数（インターコンチネンタル取引所）は緩和初期段階である2009年11月にドルが

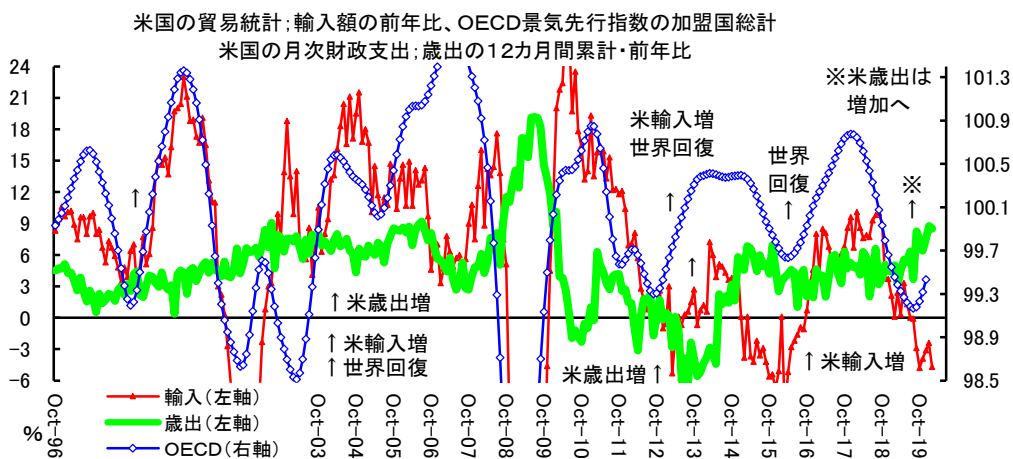
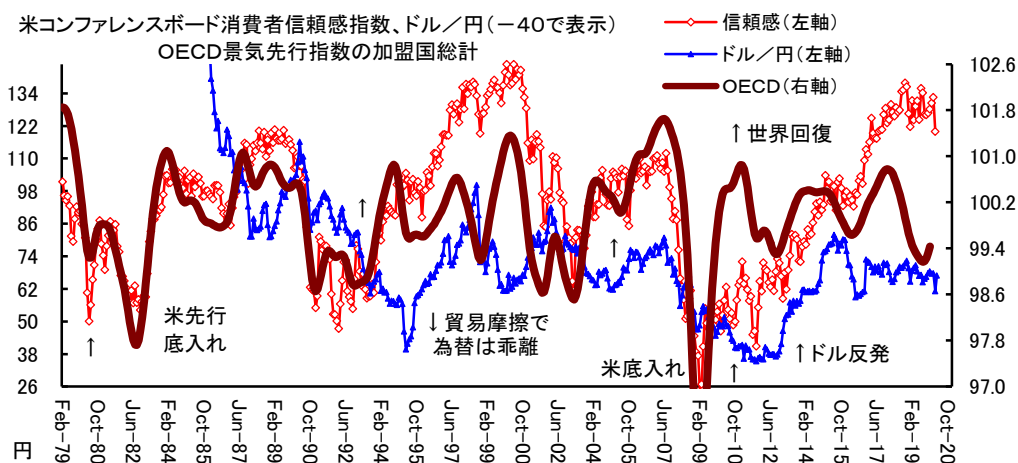
一旦の底入れ反発となった。その後はドルが再下落となったが、緩和期間の中では前半にあたる 2011 年 4 月時点で 2 番底を形成。ドルの反発と底練りを経て、2014 年 7 月からは本格ドル高トレンドへと移行している。

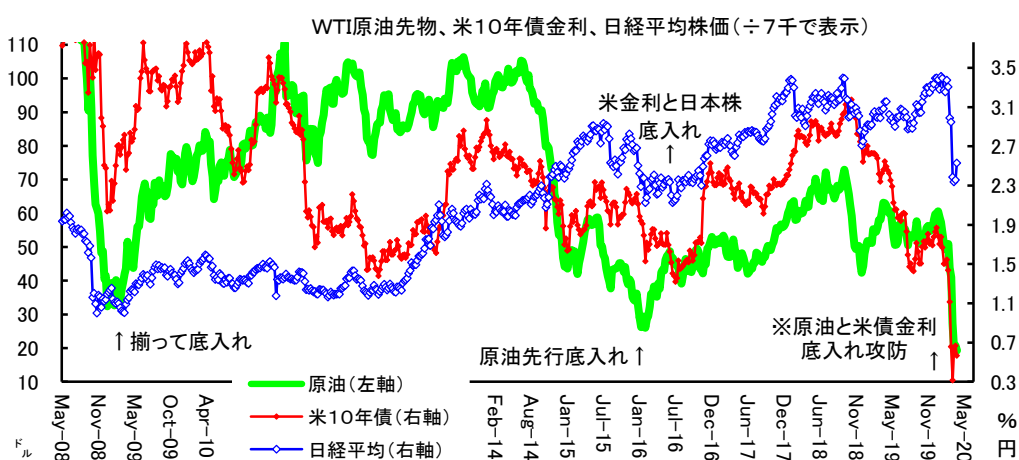
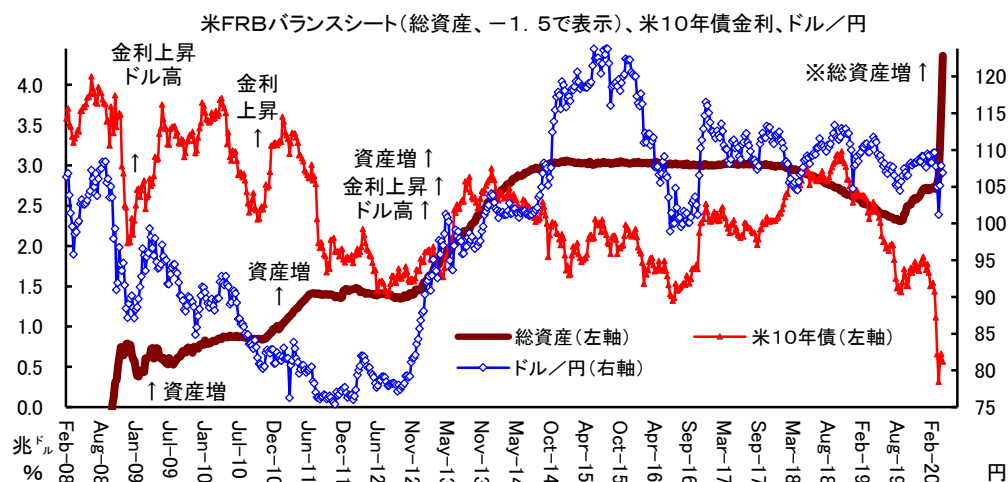
しかも FRB による QE 強化は、過去パターンとして初期段階こそ「FRB による米国債買い入れによる金利低下(債券価格は上昇)」という効果が見られるが、時間差を経てリスク選好や米株高、インフレ期待の刺激などを通じて逆に金利上昇を促してきた。

現在は WTI 原油相場が 1 バレル=20 ドルの節目で、主要産油国による安売り消耗戦のギブアップが見られ始めている。原油相場は 20 ドル前後で下限フロアが形成されつつある。リスク回避後退や物価下げ止まり影響という点で、米 10 年債金利も下限フロア形成と金利底入れが後押しされやすい。

もちろん、FRB によるゼロ金利政策と無制限 QE は、部分的に「ドルの安売りとダブつき化」による非ドル転とドル安要因になる。しかし、現在は 1) 中国では生産が再開され、周辺アジア地域が追随回復しても、「米国経済の代替」ほどの成長力は減退している、2) 日欧は米国と同様、もしくは米国以上にコロナ打撃が深刻、3) 日銀や ECB (欧州中銀) も FRB と同様の限界いっぱいの緩和策を増強しており、政策の差異が少ない、3) 中国など新興国は巨額なドル建て債務を抱え、ドル供給は自国通貨転 (ドル売り) よりもドル債務の返済や借り換えが優先される——といった世界環境にある。

FRB の緩和強化を受けた余剰ドルマネーの非ドル転と国際分散化 (ドル安) については、順番として米国の内需復調とその後の世界回復を受けた次の相場テーマとなりそうだ。





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。