

信用・債務不安、年末に向けドル逼迫懸念 新興国や欧州など、FRB 引き締め加速も「ドル不足」拍車

2022/9/9 (金)

世界的に信用不安や債務不安が警戒されるなか、国際金融市場では年末に向けてドル資金の逼迫化が懸念される。米 FRB は年末にかけて利上げと量的引き締めを強化させる構えだが、米金利上昇とドルの流動性縮小がドル高（米国以外の通貨安）・信用不安・ドル建て債務の負担増懸念につながり、新興国や欧州などでは年越えのドル調達難やドル不足が一段の不安増長とドル押し上げへと作用。それに伴うリスク回避と安全逃避もまた、ドル一段高に拍車を掛けるという負の連鎖リスクが警戒される。

季節要因で年越えドル調達増、今年は複合リスク

「(2020 年の 9 月入り以降) 年末のドル資金逼迫への懸念が、(金融機関どうしが資金を取引する短期金融市場の) ユーロドル市場で浮上し始めた。3 カ月物ドル建てロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) 上昇をヘッジするポジションが、過去 3 営業日に増えた」、
「他のドル調達市場ではまだこの懸念は顕在化していない。3 月のコロナ危機を受けた混乱以降の米金融当局の大量流動性注入がトレーダーに安心感を与えている。しかし JP モルガン・チェースは最近、特に通貨スワップ市場での逼迫のリスクについて警鐘を鳴らした」――。

2 年前となる 2020 年 9 月 2 日、ブルームバーグはこのような市況解説を行っている。

ひるがえって米 FRB は現在、2 年前に市場に安心感を与えた「大量流動性注入」の巻き戻しを含めた金融引き締めを積極化させている。季節要因として国際金融市場では年後半に向けて年越えのドル資金調達が増加しやすく、2 年前の 9 月ですら警戒された「通貨スワップ市場での逼迫リスク」などを含めて、先行きドル資金の逼迫化やドル調達難、ドル不足等が注視されそうだ。

とくに今年の場合、新興国や欧州などで信用不安や債務不安が警戒されている。FRB を含めた各国中銀の利上げや量的緩和の縮小（流動性の絞り込み）、ウクライナ戦争余波や各種物価上昇などによる景気悪化の懸念、資源エネルギーの調達難やコスト上昇、電力・ガス制約、各国政府による対コロナ支援策の解除、過剰債務企業などの経営悪化リスクなどが重石となっている。中国では不動産市場の悪化や、ドル建て債務の負担増加とデフォルト（債務不履行）などへの警戒感が根強い。

その中でも FRB は年末にかけて、利上げと量的引き締めを強化させる構えだ。9-12 月にかけては米金利上昇とドルの流動性縮小がドル高（米国以外の通貨安）・信用不安・ドル建て債務の負担増懸念につ

ながり、新興国や欧州などでは年越えのドル調達難やドル不足が一段の不安増長とドル押し上げへと作用。それに伴うリスク回避と安全逃避もまた、ドル一段高に拍車を掛けるという負の連鎖リスクが警戒される。

潜在的な金融不安でいえばアジアの金融都市・香港で、香港株ハンセン指数の金融業指数が 9 月からコロナ危機直後の 2020 年安値を下抜けてきた。家計債務の大きい韓国でも韓国株総合指数の金融業指数は、7 月での下落一服から 9 月は再下落に移行。2020 年以降の安値圏にあるほか、その前ではリーマン・ショック直後である 2009 年以降という安値水準で低迷している。

現在は世界的に銀行株や金融株が再下落となっているが、米国の銀行株との相対比較では、欧州の銀行株や新興国の金融株のほうが劣勢となっている。9 月 7 日までの直近 1 カ月成績によると、米国の KBW 銀行株指数は -1.56% の下落となっていた。それに対して欧州の主要株価指数・ストックス欧州 600 指数での銀行業は -5.61% の大幅安となっている。MSCI 新興国株指数の銀行業も、-2.75% と低迷している。

量的引き締め 2015 年、信用不安やドル高を観測

過去実績として米国以外の銀行株や金融株が「対米国比」で軟調となる場合、年末に向けて米国以外の金融機関は、相対的な信用力の低下などでドル調達難やドル逼迫に見舞われやすい。

ドル逼迫を含めた年末にかけてのリスクについては、米ウォールストリート・ジャーナル紙が 9 月 5 日、「市場にくすぶる『もう一つの破滅シナリオ』」というコラム記事で警告を発していた。

その中では「過去 2 回の株価暴落をうまく乗り越えたある資産運用会社は、年末に過酷な状況に陥る事態に備えている。FRB が債券市場からひっそりと退場することを恐れているためだ」、「ロンドンに拠点を置く資産運用会社ラッファーは、FRB が保有する米国債のランオフ（自然減）の加速により、市場から流動性が吸収されることを懸念している。しかも今は、金利の上昇や株安・債券安を受けて、そうした値下がりやを和らげる現金の必要性が高まっている時期だ」といった懸念を示していた。

現在の FRB による量的緩和の縮小に関しては、FRB の総資産が週間ベースで最新 8 月 31 日週に 52 週前比（約 1 年前比）+5.7% となっている。6 月からの量的引き締めの本格開始もあり、昨年 11 月の +20% を直近最高として縮減傾向にある。それでも前回の

量的縮小の場合、2015年から2018年にかけて52週前比がマイナスになるまで引き締めが持続していた。今回の場合、まだ来年以降にかけて縮減余地が残存している。

今回は52週前比が2015年9月からゼロ近傍に中立化され、11月からマイナス化となっていた。同年の為替相場ではドル/円は、ドル供給の絞り込みに連動する形で6-8月の125円超えまでドル高が進んだ。その後は12月まで120-123円前後でドルの高止まりが続いている。今回も現状+5.7%の総資産伸び率が、マイナス化に減少するまでのドル高持続とドル高止まりの残存余地が注目されやすい。

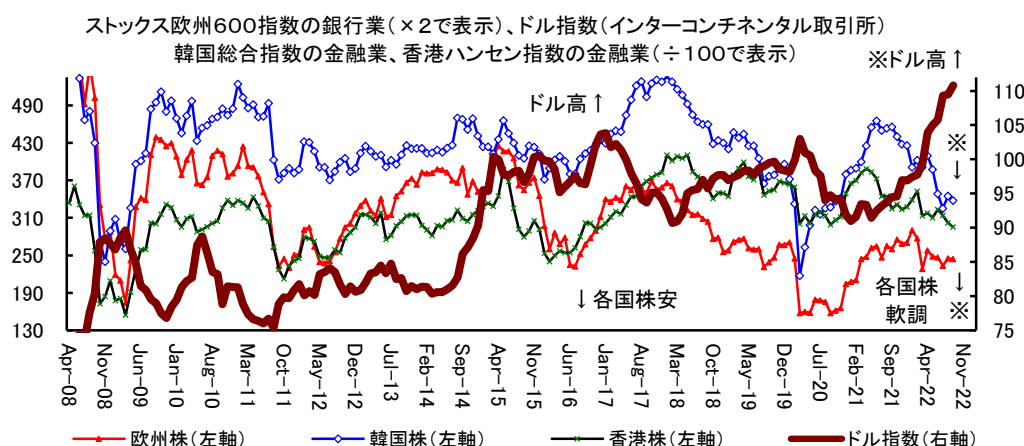
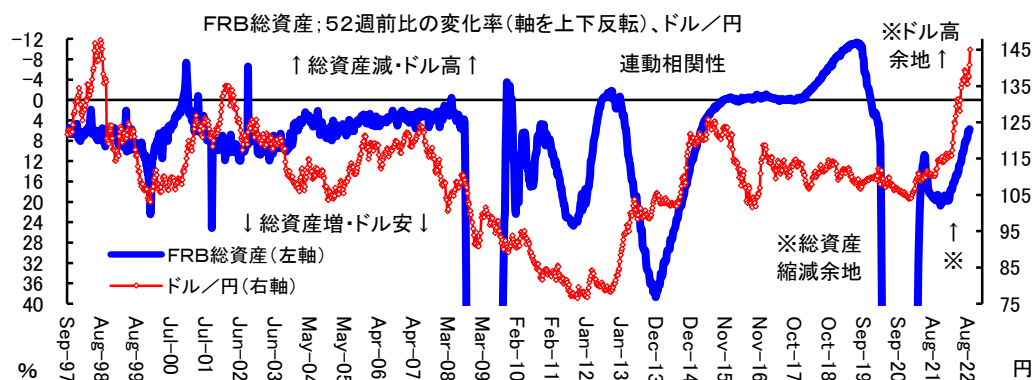
同時に今回はFRBによる流動性縮減も遠因となる形で、2015年8月からチャイナ・ショックなどの信用不安が広がった。同年の米国株は2015年の前半2月段階から上げ渋りとなり、8月から急落。翌2016年1-2月に再急落となる市場混乱が見られている。

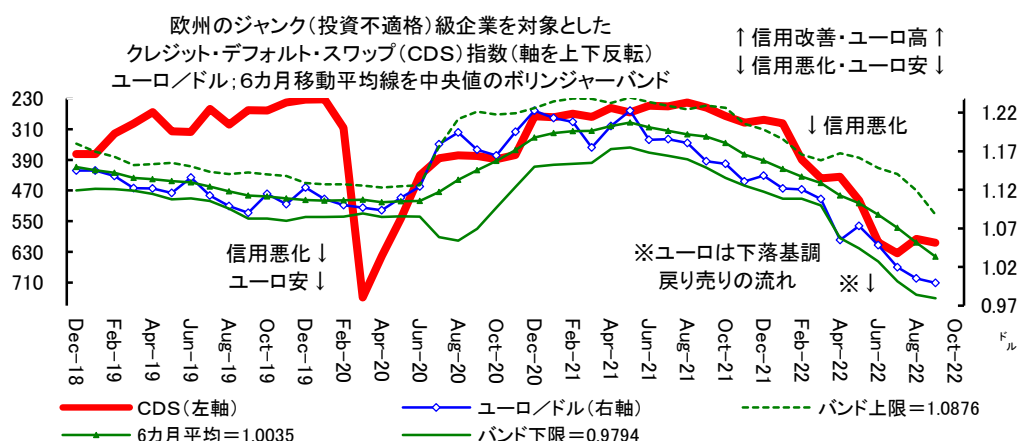
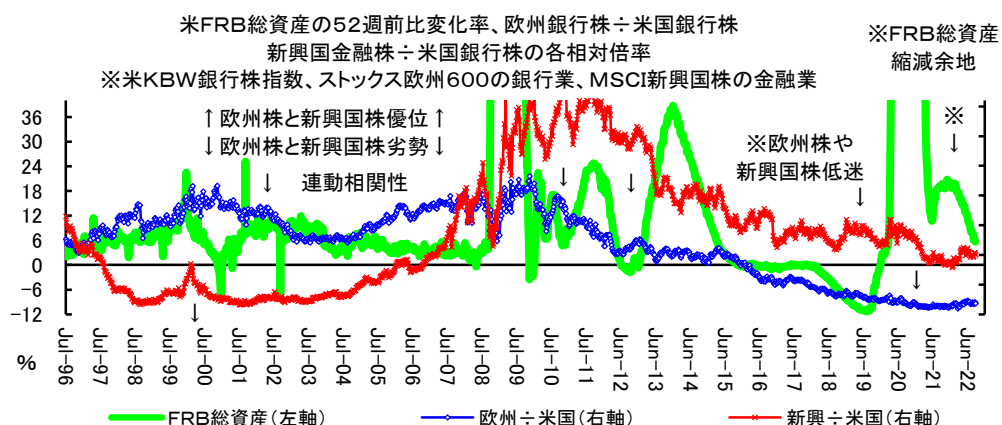
2015年の米国債市場は複合要因もあったが、FRB量的引き締めやチャイナ・ショックなどの信用不安でも、安全逃避の米長期債シフト（債券価格は上昇で金利は低下）は限定的になっている。米10年債金利は1月の1.64%から6月には2.50%に上昇したほ

か、その後のチャイナ・ショックなどによる金利低下でも8-10月は1.90%で下げ渋りとなり、11-12月には2.37%超えへと金利が再上昇となっていた。

背景としてはFRBによる米国債買い入れの縮小のほか、量的引き締めによる流動性の縮減、米国債に逃避流入する余剰マネーの減少、リスク回避による「全部売り」の現金化などが想定される。今回は年末に向けては、世界的な信用不安と債務不安、米国の株式と債券などの全部売り、一方でのドル逼迫化と一段のドル高といった波乱リスクが注視されそうだ。

なお、アジア太平洋地域における信用不安の火種としては8月後半以降、現地ニュースとして「中国の不動産企業の業績悪化が深刻化。50社以上の上場不動産企業が6月中間期決算での赤字見通しを発表」、「中国では二つの地方銀行が破産」、「豪州で4-6月の建設会社倒産が3年ぶりの高水準」、「豪州では政府によるコロナ対策の企業支援が終了し、国税局が未納金の追跡を強化していることから、今後は破綻する企業が増加へ」、「タイの2022年の家計債務に関する調査では、1世帯当たりの債務が過去最高に増加」といった事例が見られている。





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。