

米信用収縮、ドルは下支えの側面も

ドル回収や余剰減、米内外ドル建て債務への影響焦点

2023/5/8 (月)

米国では銀行不安で信用収縮が懸念されているが、為替影響ではドル下支えの側面を有している。先行きの米景気悪化やFRB利上げ停止と利下げはドル安要因となるが、それまでの米銀による貸し渋りや貸し剥がしは、安全逃避やドルの回収・余剰減・逼迫等を通じてドル高の要因となる。米銀による預金獲得競争は預金金利の上昇、米銀による米国債の損切り・現金化や投資余力減退は米国債金利の上昇に作用。米銀の海外業務縮小や、米国内外で膨らむドル建て債務の返済圧力も潜在的なドル高要因として注視される。

先行き米景気悪化や利下げはドル安の要因

「世界各国で公的債務はコロナ・パンデミックの最中に急増し、世界GDPを上回った。現在、政府債務が引き続き高い水準で推移する中、金利上昇とドル高によって利払い費が増大し、ひいては成長を圧迫し金融安定性リスクを助長している」――。

IMFの調査局アドバイザーらは今年4月、改めてこのような警告を発した。コロナ危機以降は政府債務のみならず、各国で民間の企業・家計による債務も急増している。その中で昨年からのFRBによるドル金利引き上げとドル高に続き、今年3月からの米銀不安は、米国内外で膨らむドル建て債務の負担増とリスク増、貸し手側からの返済圧力につながる要因として注視される。

為替相場への影響でいえば、米国での銀行不安や信用収縮は、先行きの米景気悪化やFRB利上げ停止と利下げ思惑などを通じ、ドル安の要因となる。金融不安の再燃次第ではFRBによる資金供給の再開も想定され、これまたドルの下落につながりやすい。

一方でこうした可能性につながる前段階では、ドル下支えとなる側面もある。具体的には米銀によるリスク管理厳格化と貸し渋り、貸し剥がしは、「安全逃避通貨」であるドルを支援するほか、ドルの回収・余剰減・逼迫化等を通じてドル高の要因となる。米銀による預金獲得競争はドル預金の金利上昇、米銀による米国債の損切り・現金化や投資余力減退は米国債金利の上昇に作用していく(米国債価格は下落)。

これから米銀の貸し渋りが本格化し、企業が社債発行などでの資金調達に傾斜しても、米国債金利の上昇につながる。社債増発は債券市場全体の需給悪化や、各種金利上昇リスクに備えた米国債売りでのヘッジ対応などが米国債価格の下落要因となる。ちょうど5月1日の米国債市場では、2-3日のFRBによるFOMCを前にした「駆け込み」的な社債の起債増が、米国債金利の上昇とドル高の一因となっていた。

さらに米銀が守り強化により、海外業務や海外向け投融资の縮小・巻き戻しなどに動いても、本国回帰のドル高要因となる(リパトリエーション)。足元で続いている米金融機関による大規模な人員削減は、海外部門も含まれたものだ。例えば米銀大手シティグループは昨年以降、アジアやメキシコなどで長期拡大させてきた海外コンシューマー(消費者)事業の見直しに着手。順次売却や撤退を進めている。

こうした米銀の「リスクテイクより資金回収や確保の方向」は、直接的・間接的に米国内外で膨らむドル建て債務の返済や借り換えの圧力につながる要因として無視できない。潜在的なドル高要因として注視される。もちろん、米国は現在も世界最大の対外純債務国であることに変わりはない。一方で現在は海外側のドル建て債務急増や、米ITハイテクなど多国籍企業による海外現地での売上増加などもあり、米国の経常収支では「第一次所得収支の黒字」が大幅な増加傾向にある。

コロナ危機やリーマン危機前後にドル指数上昇

なお、国際決済銀行(BIS)による新興国全体の米ドル建て債務残高は、2018年3月末の約3.6兆ドルから、2022年6月末は約4.2兆ドルに増加してきた。世界の主要金融機関が加盟する国際金融協会(IIF)による世界の債務残高(名目価値ベース)は、2022年に前年比約-4兆ドルの減少となったが、300兆ドルに近い過去最高水準を維持している。

その他、BISは昨年末、米国以外の金融機関が為替デリバティブを通じて保有している65兆ドルのドル建て債務に懸念を示し、「世界の金融システムに対する隠れたリスクが潜んでいる」と警鐘を發していた。

その中で現在のドルは米国での銀行不安や信用収縮が懸念されながら、4月以降はドルの下げ渋りや反発が見られている。ドルの総合力を示すドル指数(米インターコンチネンタル取引所算出)は、4月17日を直近安値に底這い化へと移行。ドル/円は3月上旬以来のドル高水準へと反発してきた。

4月以降、新興国通貨では「ドル建て債務」の多い国を含めて、対ドルでの再下落が目立っている(ドルは再上昇)。4月以降、対ドルで下落率の大きい通貨の国は、アルゼンチン、ロシア、南アフリカ、韓国、フィリピン、コロンビア、トルコ、チリなどとなっている。

過去のドル指数でいえば、コロナ危機激化の2020年2-5月にかけて、上下動を経ながらも安全逃避やドル回帰などでドル高が進んでいた。2008年9月の

リーマン・ショック前後についても、ドル/円は安全逃避などでドル安・円高が加速されたが、ドル指数自体は底堅さや逆行上昇が見られている。

米国での信用収縮についてはブルームバーグが 4 月 30 日、「信用逼迫が迫る兆候、あちこちで顕在化、米借り入れ環境悪化」と警告を発した。その中では米資産運用大手ブラックロックによる「米銀からの貸し出しは、向こう数四半期にわたり減少する見込み」という分析を紹介している。

さらには「マネーサプライ（通貨供給量）も縮小している」と指摘。利上げによって「マネーが銀行システムから流出し、融資に回る資金が減少している兆候」と懸念を示していた。マネーサプライは昨年以降、FRB によるインフレ封じに向けた利上げ加速と量的引き締めにより、銀行不安の前段階から急減傾向にある。

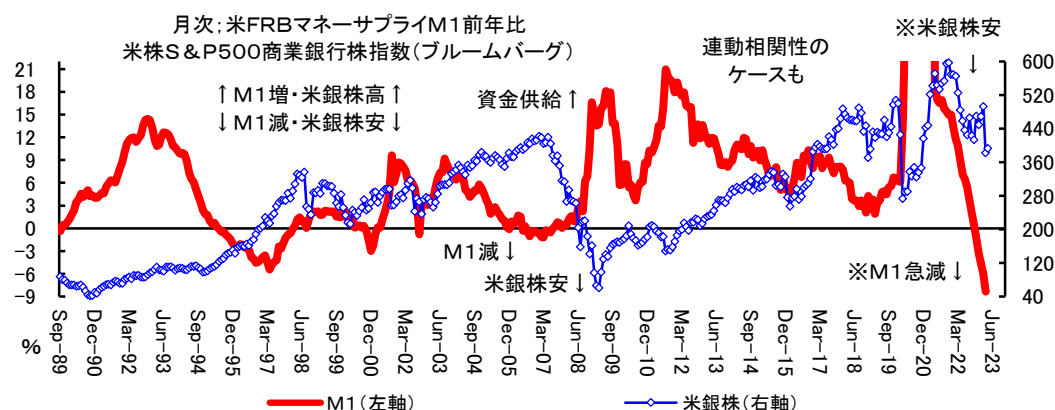
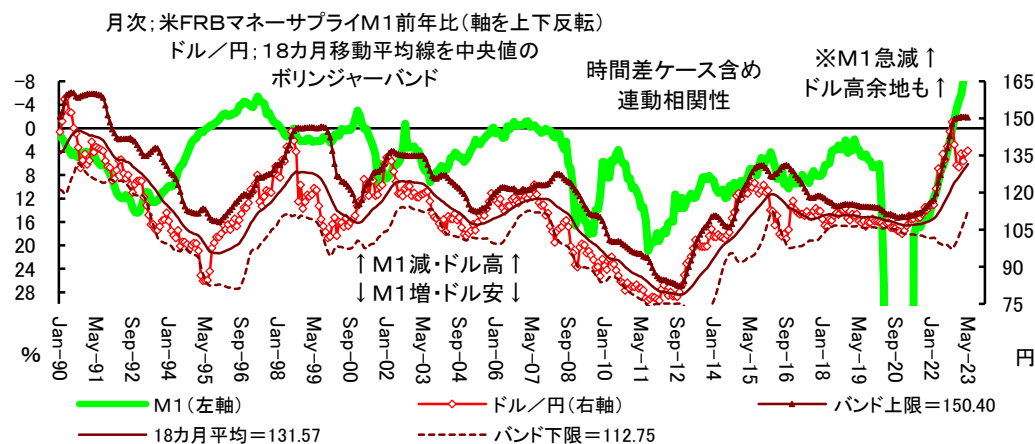
マネーサプライの減少はインフレ鎮静のプラス効果の一方、「資産価格の暴落やデフレにつながる可能性」（ブルームバーグ）が無視できない。その反面、あくまで為替相場への影響でいえば、ドル供給の絞

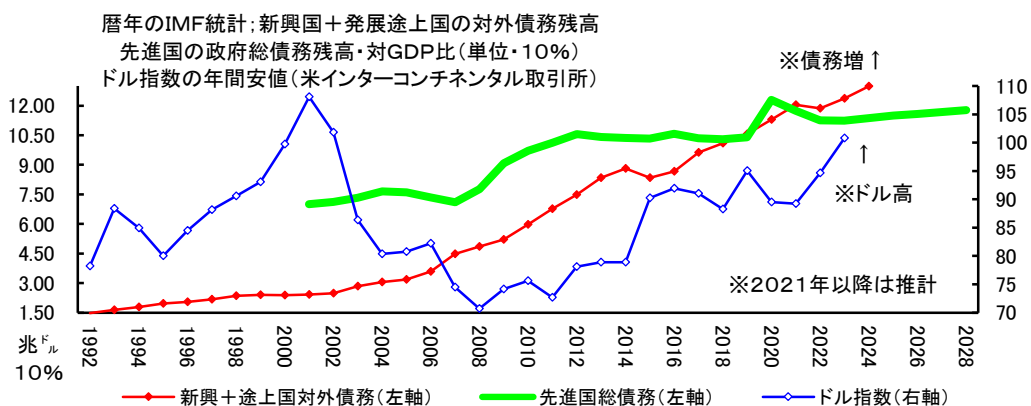
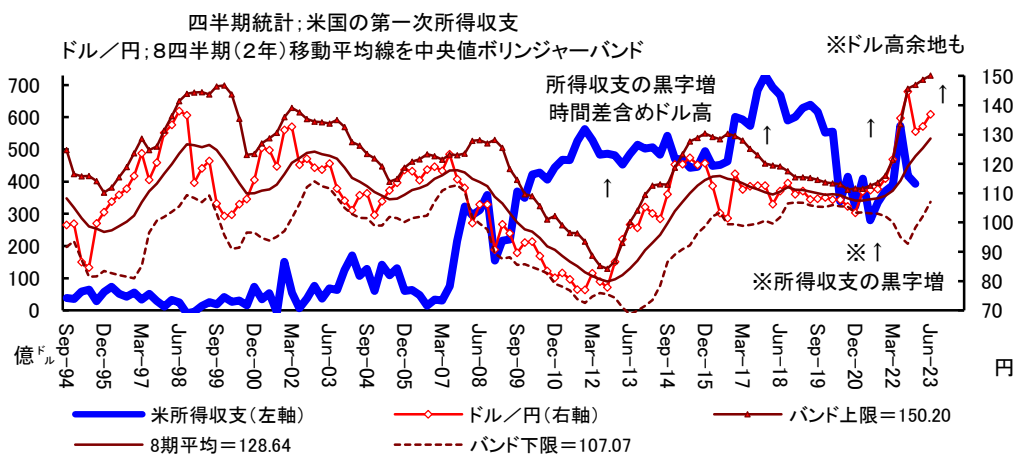
り込みとタイト化、ドル余剰マネーの減少と米国債金利の低下抑制（米国債への投資マネー減退）などを通じて、ドル高の要因となりやすい。

4 月 25 日の FRB 統計によると、最新 3 月の米マネーサプライでは為替相場のドル/円と相関実績のある M1 が前年比-8.1%のマイナスになった。コロナ危機対応での+300%を越す急膨脹から、反動減が持続。前月の-5.9%に続き、2007 年以来となる 5 カ月連続のマイナスとなっている。

為替相場のドル/円でいえば、過去に FRB のマネーサプライ M1 で「前年比マイナス」が続いている限り、前年同月比でドル高の基調が維持されてきた。現在の場合、当座のドル/円の水準メドで参考になる 1 年前のドル/円は、昨年 5 月が 126-131 円前後、6 月が 128-137 円前後、7 月が 132-139 円前後、8 月が 130-139 円となっている。

前年水準比でのドル高維持となれば、8 月に向けては今年 2-5 月にかけてのレンジ実績でもある 128-137 円前後の上抜け持続や、場合によっては 139 円超え方向の可能性も非現実的ではない。





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。