

ドル安は続くのか？



市川 眞一
シニア・フェロー

今週のサマリー

ドル安・円高が緩やかに、しかし着実に進みつつある。新型コロナ禍は、世界各国に巨大な財政支出、そして中央銀行による実質的な財政ファイナンスを迫った。これは、経済的な危機に際して社会不安・信用不安を抑制する上で避けられなかったとは言え、その後処理は極めて大きな負担となるだろう。中長期的に考えれば、その精算に通貨価値の下落が避けられないのではないか。基軸通貨を持つ米国の場合、景気拡大期には低コストの資金調達のためにドル高、景気後退期にはデフレ圧力を緩和するためにドル安を指向する歴史的な傾向がある。ドルの実質実効レートは高値圏にあり、中期的な反落局面入りしても不思議ではない状況だ。そうした観点から、当面はドル安が進むのではないか。もっとも、他の主要通貨もマネーの供給量は膨張している。最終的にはドルだけでなく、多くの通貨が下落する可能性が強い。金が最高値を更新しているのは、通貨の不安定化に対する長期的なヘッジの意味がありそうだ。足下のドル安は、通貨価値下落の入り口と捉えるべきではないか。

今週のポイント

■なぜドルがジリ安となっているのか？

- 米国経済のフェーズ
- 米国の為替に関する考え方

■このドル安は続くのか？

- 短期的見方: 1年先程度
- 中期的見方: 1～3年先程度

■円、ユーロなども含めた長期的な通貨の見方

出所:ピクテ投信投資顧問が作成

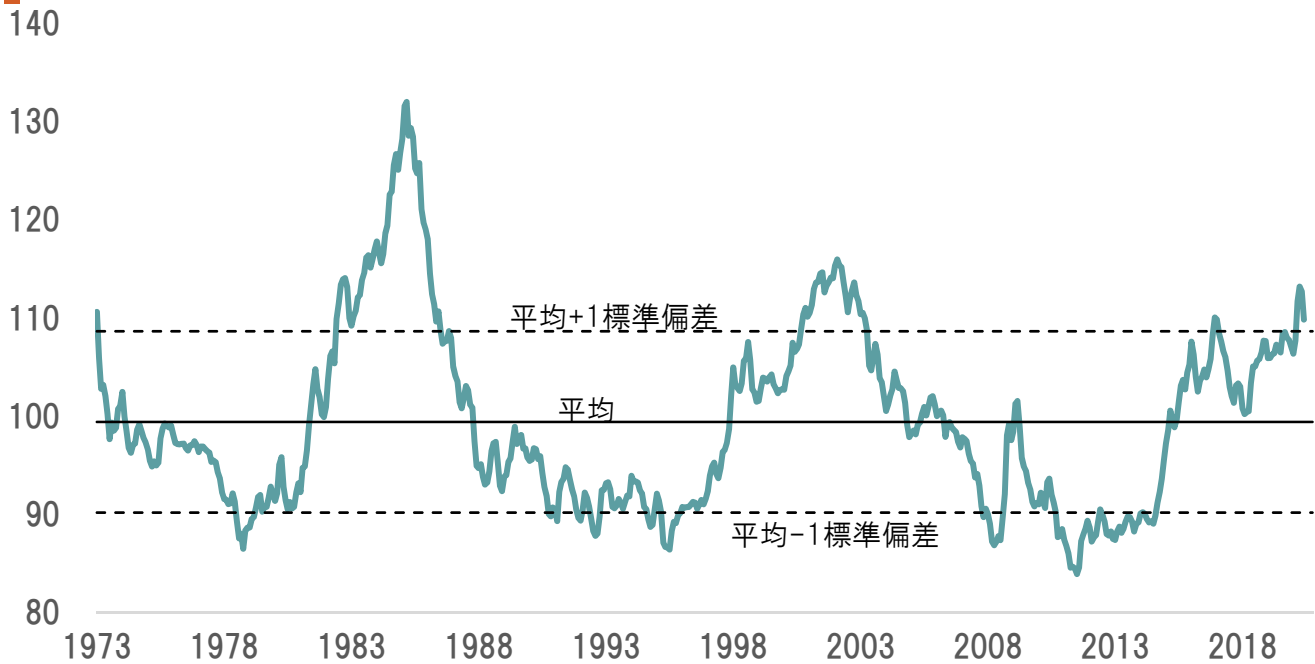
今週のポイントは、ジリ安となっているドルについて、その背景を考えることだ。特に、米国の歴史的な為替政策への理解が極めて重要なのではないか。その上で、ドルの下落局面の持続可能性を検討する必要があるだろう。また、長期的な視点に立つことで、円やユーロを含めた通貨全般の価値に関しシナリオを想定する。

【当資料をご利用にあたっての注意事項等】●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。



ピクテ投信投資顧問株式会社

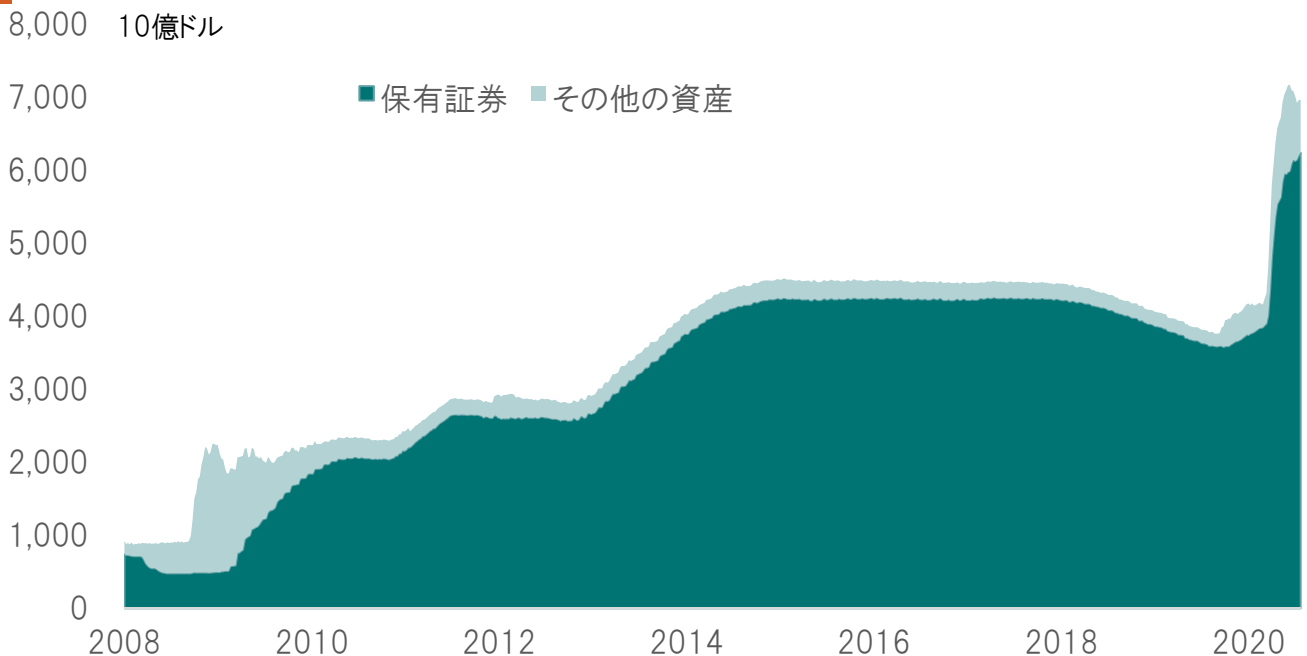
ドルの実質実効レート



期間: 1973年～2020年6月
出所: FRBのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

FRBが算出しているドルの実質実効レートは、概ね100を中心に上下10の範囲で動く傾向が強い。言い換えれば、この1標準偏差のレンジを抜けた場合、中期的には反転の可能性が高いと言える。好況下において上昇してきたドルの実質実効レートだが、現在の水準、そして景気の不安定さを考えた場合、反転期に入っても不思議ではない状況だ。

FRBの資産規模



期間: 2008年～2020年7月26日
出所: FRBのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

新型コロナ禍を受け、FRBは経済の急激な落ち込みに直面して4ヶ月で3兆ドルを超えるドルを供給した。それは、リーマンショック期を遥かに超えるペースであり、信用不安・社会不安の抑制に大きく貢献したと言える。ただし、経済が正常化する過程においては、ドル余剰感が強まり、ドル安につながる可能性が強い。

ダウ指数の日々変動率上位20位(1900年以降)

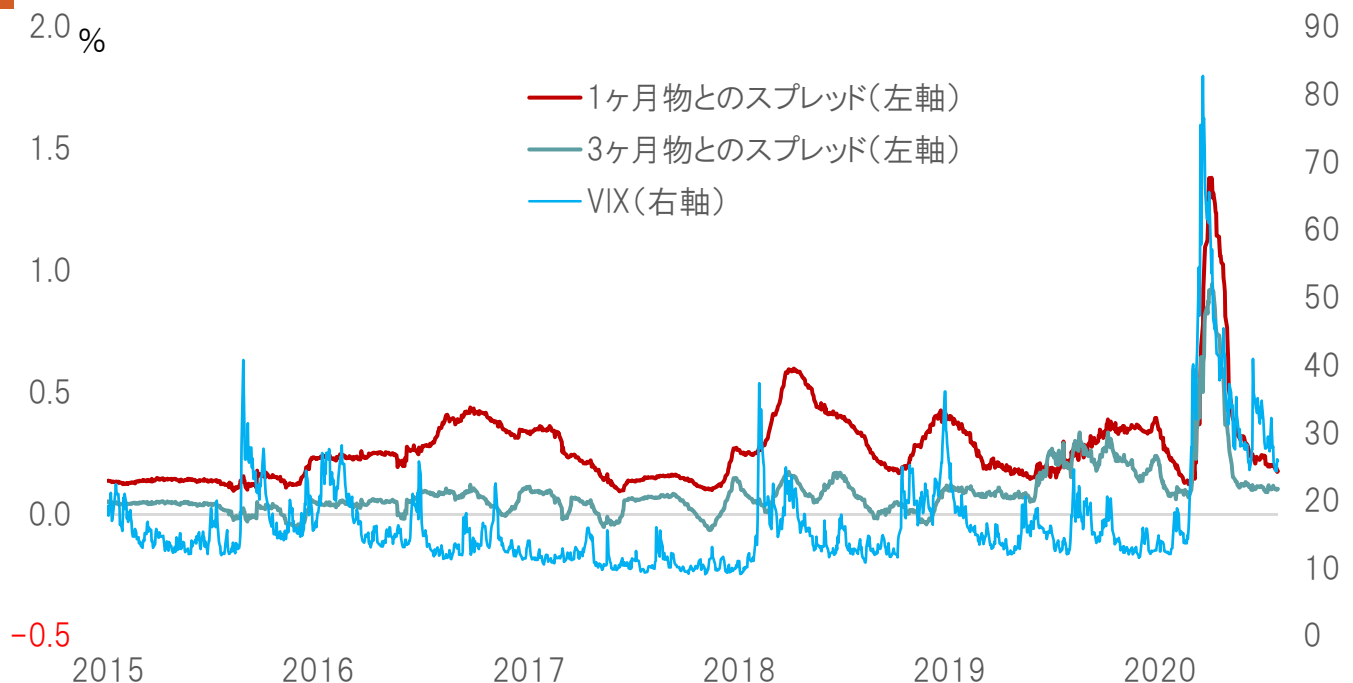
日付	ダウ指数		騰落率 %	変動率 %
	ドル	前日比 ドル		
1 1987/10/19	1,738.74	-508.00	-22.61	22.61
2 1914/12/14	56.76	-14.66	-20.53	20.53
3 1933/03/15	62.10	8.26	15.34	15.34
4 1931/10/06	99.34	12.86	14.87	14.87
5 1929/10/28	260.64	-40.58	-13.47	13.47
6 2020/03/16	20,188.52	-2,997.10	-12.93	12.93
7 1929/10/30	258.47	28.40	12.34	12.34
8 1931/06/22	145.82	15.51	11.90	11.90
9 1929/10/29	230.07	-30.57	-11.73	11.73
10 2020/03/24	20,704.91	2,112.98	11.37	11.37
11 1932/09/21	75.16	7.67	11.36	11.36
12 2008/10/13	9,387.61	936.42	11.08	11.08
13 2008/10/28	9,065.12	889.35	10.88	10.88
14 1931/10/05	86.48	-10.40	-10.73	10.73
15 1987/10/21	2,027.85	186.84	10.15	10.15
16 2020/03/12	21,200.62	-2,352.60	-9.99	9.99
17 1929/11/06	232.13	-25.55	-9.92	9.92
18 1932/08/03	58.22	5.06	9.52	9.52
19 1939/09/05	148.12	12.87	9.52	9.52
20 1932/02/11	78.60	6.80	9.47	9.47

期間: 1900年～2020年7月末

出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

1900年以降のダウ指数の日々の変化率上位20位において、コロナショックは3日がランクインした。これは、リーマンショックの2日を超えており、それだけ急激なインパクトが市場にあったことを示している。FRBによるゼロ金利・量的緩和の採用は、正にそうした危機的な状態において行われており、止むを得ない判断だったと言えそうだ。

LIBOR-OISスプレッドとVIX

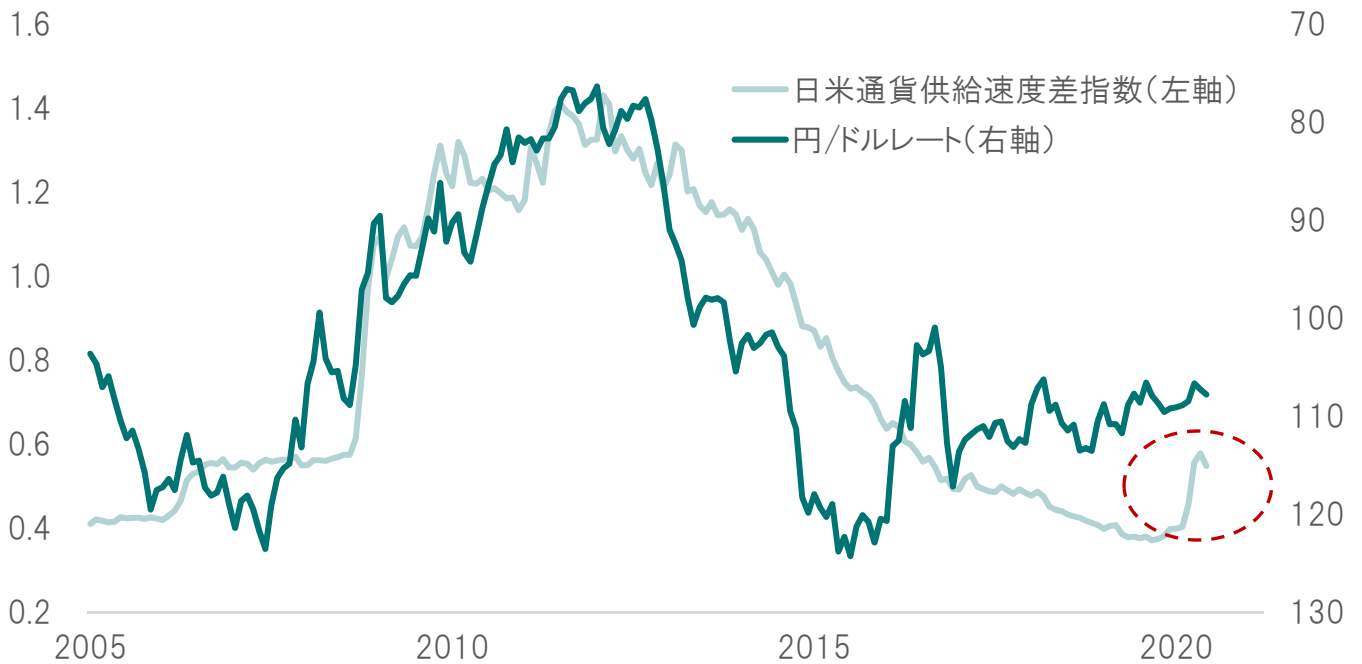


期間: 2015年～2020年7月26日

出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

米国の金融市場では、歴史的な規模の財政・金融政策により、一時は急騰したインターバンクの信用リスクを示すLIBOR-OISスプレッドが、足下は概ね正常値に戻っている。また、株式市場では、VIXも落ち着きを取り戻した。その代償は、膨れ上がった政府とFRBのバランスシートであり、早晩、その精算を迫られるのではないかと懸念されている。

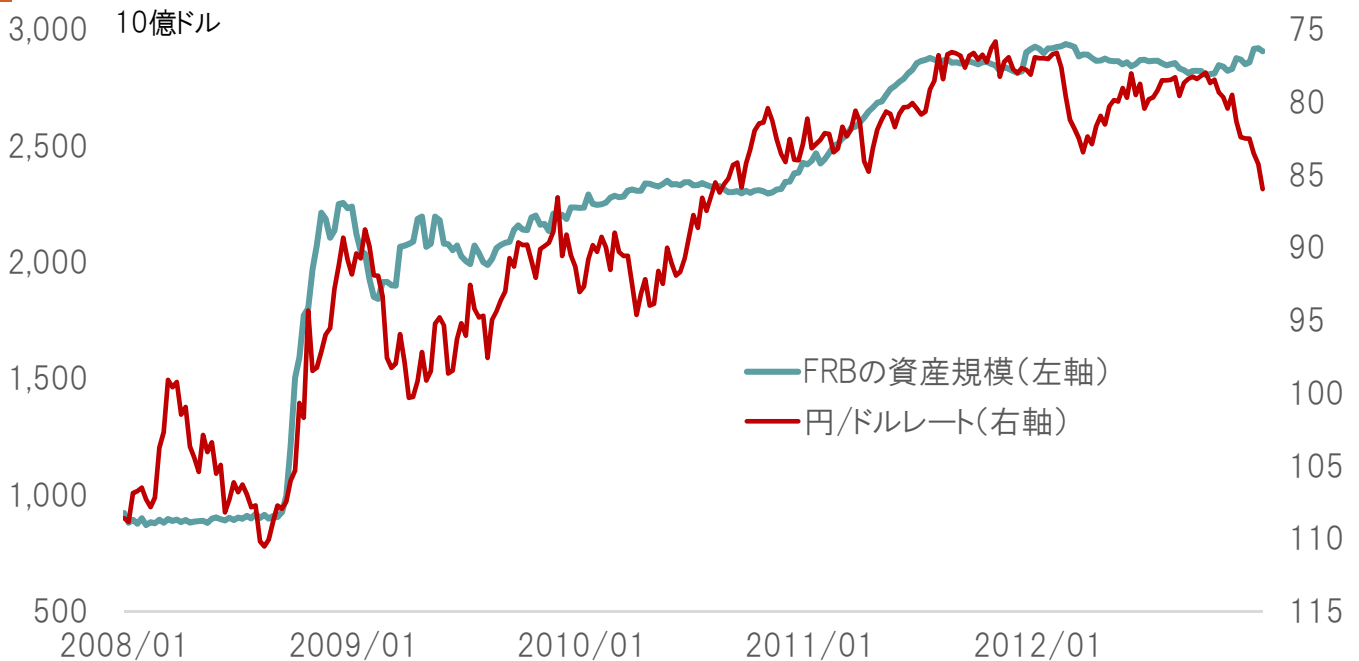
日米マネー供給速度差指数と円/ドルレート



期間: 2005年～2020年6月
 注: 右軸はメモリを逆にしてある
 出所: FRB、日銀のデータよりピクテ投信投資顧問が作成

円/ドルレートは、FRBと日銀のマネー供給の速度の差に連動する傾向がある。リーマンショック後は、FRBの供給速度が日銀を上回り、円高になった。2012年末に日本で第2次安倍政権が発足すると、日銀の量的・質的緩和がドル高・円安の大きな要因となったが、その時期は米国経済の拡大期に一致している。新型コロナ禍により、FRBは再びドル供給速度を加速させた。

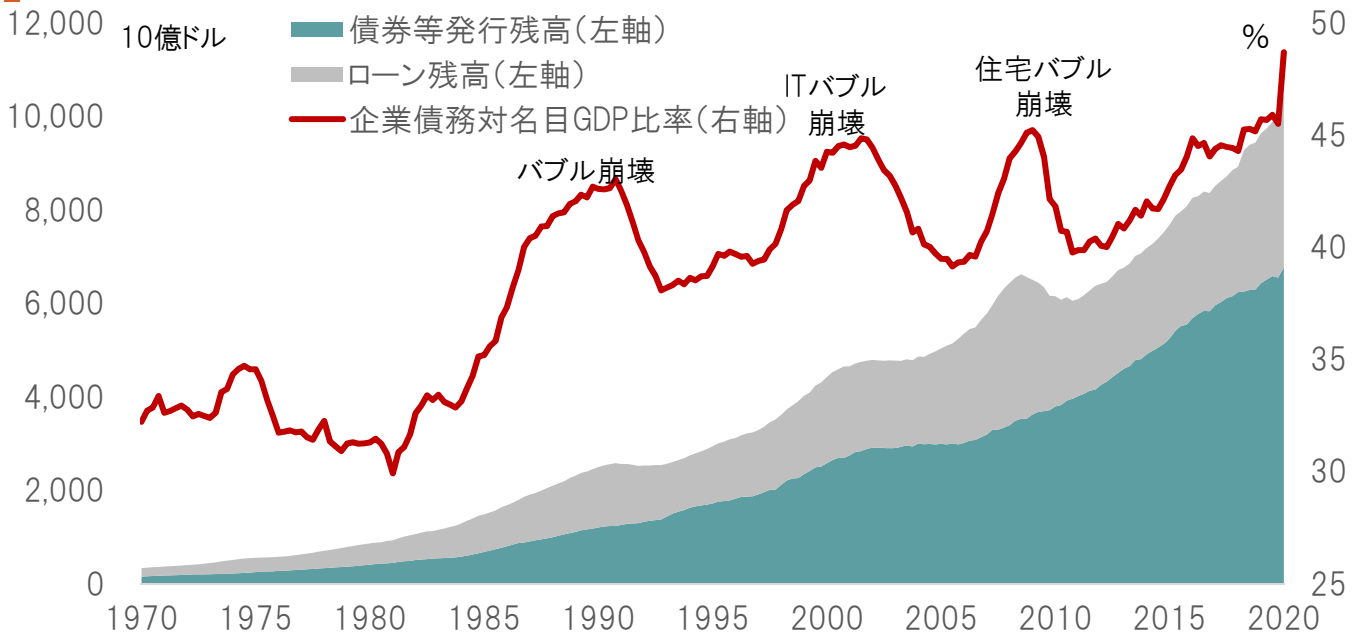
FRBの資産規模と円/ドルレート(リーマンショック期)



期間: 2008～2012年
 注: 右軸はメモリを逆にしてある
 出所: FRBのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

リーマンショック期のQE1、QE2による大量のドル供給に伴い、為替市場ではドル安・円高が進んだ。米国は、景気後退期に自らのデフレ圧力を抑制するため、金融政策を通じてドル安へ為替を誘導することが多い。新型コロナ禍による景気後退期においても、同様のオペレーションとなる可能性は否定できないだろう。

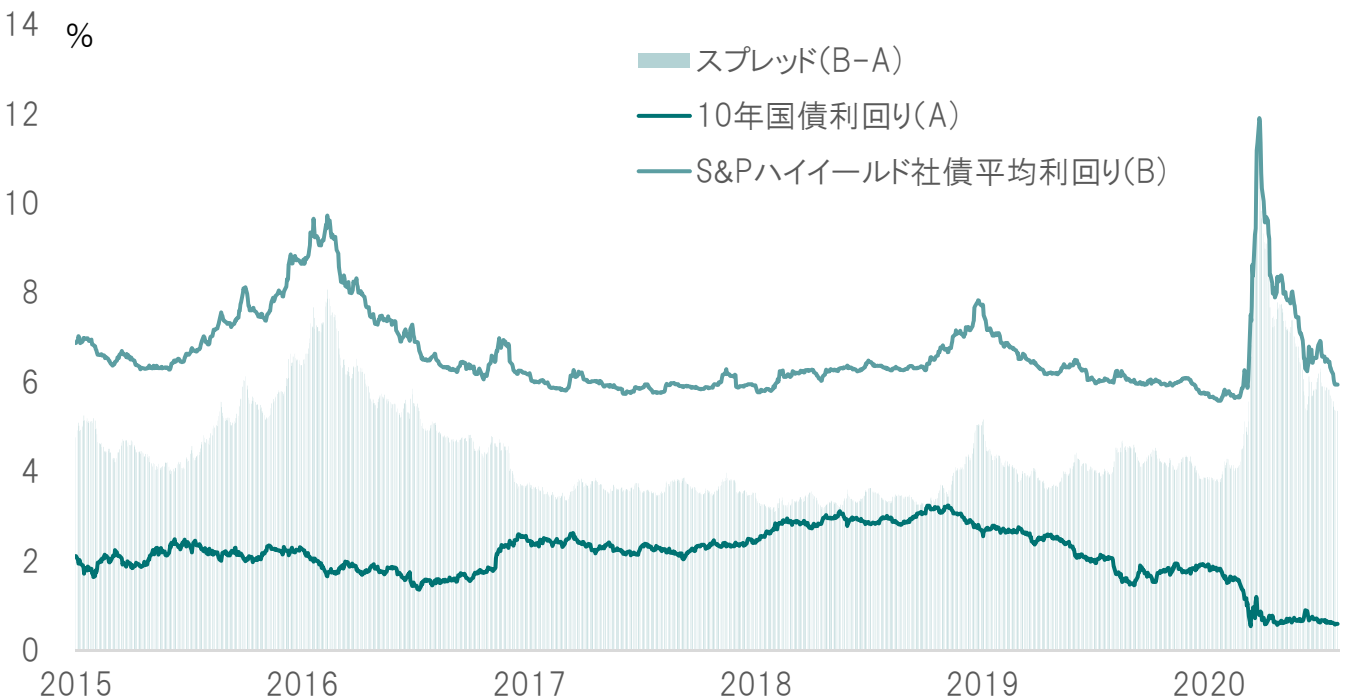
米国:企業債務残高



期間: 1970年～2020年3月
出所: セントルイス連銀のデータよりピクテ投信投資顧問が作成

過去の例では、米国の企業債務が名目GDPの45%程度に達すると、何らかのバブルが崩壊していた。足下、新型コロナ禍を受けた企業の資金調達をFRBが支えていることで、企業債務対GDP比率は過去最高水準に達している。これは、モラルハザードの可能性を示すと共に、FRBの出口戦略が極めて困難なものになることを示唆するのではないかと。

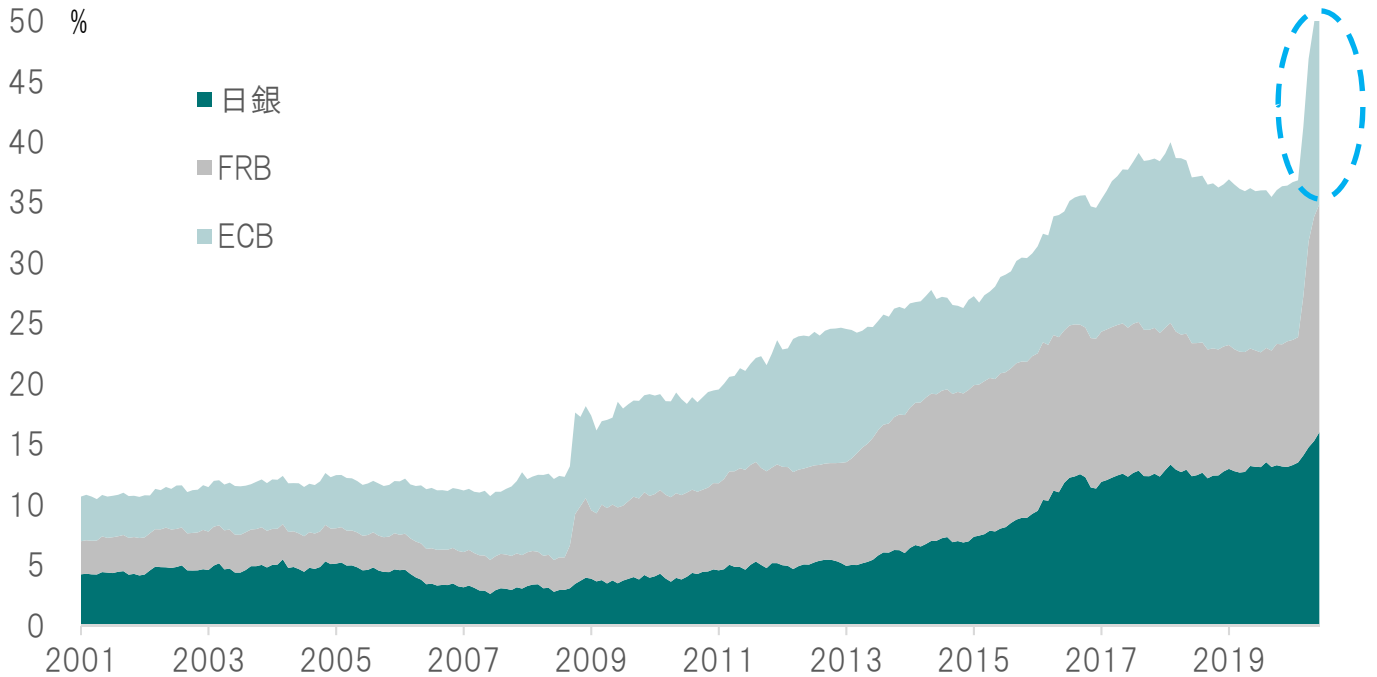
米国:ジャンク債の利回り



期間: 2015年～2020年7月24日
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

FRBの急速な量的緩和を背景にS&Pハイイールド社債指数の利回りは急速に低下した。しかしながら、10年国債とのスプレッドを見ると、平時よりも大幅に拡大した状態だ。これは、米国の金融市場が、企業のデフォルトリスクに敏感になっていることを示すだろう。FRBの量的緩和は、正に限界的な企業の生命維持装置の役割を果たしているのではないかと。

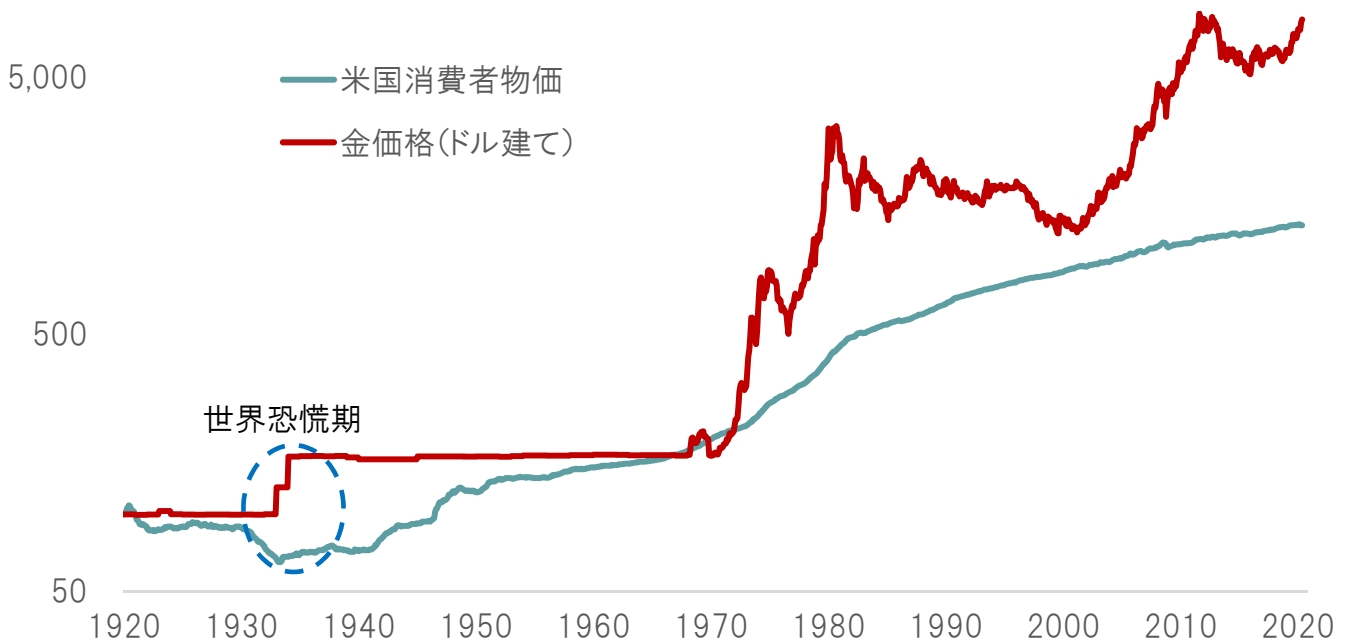
日銀、FRB、ECBの資産規模対名目GDP比率



期間: 2001年～2020年6月
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

新型コロナ禍を受けた量的緩和は、FRBだけが行っているわけではない。日銀、そしてECBもマネー供給量を大幅に増加させた。これは、足下の信用リスクを低下させる一方で、長期的に考えた場合、経済規模に対して過剰な流動性の回収を各中央銀行に迫ることになるだろう。もっとも可能性が高いのは、通貨価値の下落による精算なのではないか。

金価格と米国消費者物価(1919年末=100として指数化)



期間: 1920年～2020年6月
注: 軸は対数化してある
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

金の価格が史上最高値を更新している。主要国の金利がゼロとなったことは、そもそも金利のない金にとっては追い風だ。ただし、それが金を買われている全ての要因を説明しているわけではないだろう。むしろ、長期的な通貨下落のシナリオが、リスクヘッジとしてそれ自体に価値を持つ金へ世界のマネーを引き寄せていると考えられる。

まとめ:ドル安は続くのか？

■ 米国の通貨戦略

- 景気拡大期:低コストの資金調達のためドル高を好む
- 景気後退期:デフレ圧力緩和のためドル安を好む

■ 新型コロナウイルス禍のインパクト

- 米国経済は後退局面
 - FRBは大量のマネーを供給、ゼロ金利政策を採用
 - 米国政府は財政支出を拡大

■ 中期:ドル安局面へ転換か？

- 新型コロナウイルス禍により通貨切り下げ競争の可能性

■ 長期:通貨価値下落の時代へ

- 日米欧ともに膨れ上がった財政・中央銀行のB/Sの精算が必要

出所:ピクテ投信投資顧問が作成

ドルが基軸通貨である最大の要因は、米国が巨額な貿易収支の赤字国であり、世界中からモノ・サービスを購入する決済にドルを充てるからだろう。結果として米国が有する特権は、好況期にはドル高で低コストの資金調達、不況期にはドル安でデフレ圧力の緩和・通貨による景気対策ができることではないか。新型コロナ禍に見舞われ、今、米国はドル安を指向している可能性が強い。もともと、世界のマネーの過剰供給は、長期的には主要国の通貨価値を下落させるだろう。そうしたシナリオに備え、金融資産の価値を維持するため、着実なヘッジの必要がありそうだ。