

Back Number

本論文は

世界経済評論 2021年3/4月号

(2021年3月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%
送料無料
OFF



富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読

☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

米資産市場・ ドル価値リスクを どう見るか



BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長 中空 麻奈

なかぞら まな 慶應義塾大学経済学部卒業後、野村総合研究所に入社。2000年にモルガンスタンレー証券、JPモルガン証券を経て、08年にBNPパリバ証券。投資調査本部長、市場調査本部長を経て20年2月から現職。著書『ユーロ連鎖不況』（PHP新書）、『早わかりサブプライム不況』（朝日新書）など。

バイデン政権の誕生にはまだ不透明性も残り、様々なトラップが前政権から仕込まれる中、政権交代リスクは大きいと見るべきであろう。それでもバイデン政権となれば、財政政策が十分に用意される形となり、景気は下支えされることになるのではないかと。成長率の上昇が期待できる。

しかし、そんな中、ムニューシン米財務長官が様々なファシリティを今年中に終了させる考えを発表した。クレジットスプレッドにとってはネガティブとなるかもしれないことは見ておかざるを得ない。また、過大な財政政策により、財政は膨張している。これによって、来年には債務上限問題も火種となりうることを念頭におくべきである。米国債の格下げリスクも顕在化しかねず、それが金利上昇等を招くことも踏まえておきたい。

さらに、こうした間、ドルは下落方向に動くことが想定される。これが世界経済ひいては日本経済に及ぼす影響を与えるのかは慎重に見ておくべきであろうことは言うまでもない。日本の企業については業績へのネガティブな影響が出る場合があることを見ておく必要がある。

I 不透明性残るバイデン政権の誕生

BBCが11月23日に伝えたところによると、ジョー・バイデン次期大統領による政権移行手続きの開始を、ドナルド・トランプ大統領が認めることをツイートした、という。トランプ大統領による敗北宣言には至らずとも、世界各国首脳からの祝電や会談のニュースなど次期大統領はバイデン氏とする既成事実化も進んでいる。選挙結果を争うトランプ陣営の努力が続いているのも確かではあるが、こうなると、1月に発足する政権の最有力シナリオは、バイデン

氏がホワイトハウス入りし、上院で共和党が（52対48か51対49）多数派となる一方、民主党が下院を握る構図と考えられる。

とはいえ、11月30日現在、トランプ現大統領はホワイトハウスからの退去について触れる一方で「大差で勝った」と述べるなど迷走していると言わざるを得ない。そんな中で、トランプ政権側は、政治的レガシーを残す一方、外交や金融政策など様々な分野で次期政権に対し、足枷・トラップの仕込みも始まっているようにさえ見え、政権交代リスクが顕在化しつつあることには注意が必要である。例えば、イランに対する締め付けを強める一方、親イスラエル政

策を加速する。また、中国軍関連企業 31 社への投資を禁止するなど強硬姿勢を強め、規制対象を数多く作ることで、米中関係をさらに縛りさせる狙いに見えなくもない。また、もともと政権交代の際には、前政権の政策失敗を指摘する慣例のようなものもあり、新政権が前政権のやり方を否定することも考えられる。コロナ禍で資金供給を受け生き延びた企業で、たまたま政権交代の間に流動性がつかなくなったケースがあれば、デフォルトしてしまうことも想定しておくべきである。こうした政権交代のリスクが金融資産市場にもたらす影響は無視できない可能性があり、注意を怠れない状況にある。一定の警戒が必要になっている。

もっとも米中関係自体はトランプ政権が維持されようと、バイデン政権にシフトしようと、それ程緊迫感が変わるものではないというのが大方の予想である。中国との間の貿易関税は多少穏便なものに変わることがあったとしても、米国から見た中国は特に技術覇権を巡っては倒しておくべき相手であることに変わりはない。中国に対しての技術覇権を牛耳らんとすれば、テクノロジー、素材、通信などのセクターにおいてはコントロールし続けようとする状況は続くであろう。テクノロジーや素材の 30% 以上の企業が 18% 以上を中国からの利益に依っており、通信の場合は中国からの部品供給がクリティカルになっていることを承知しておくべきである。そのため、米中対立構造に関しては、大きく変化するとは思われない。

II これまでの米資産市場・ドル価格

しかし、前提となる米資産市場・ドル価格は、この数年間というもの、実に穏やかに推移して

きた。それがゆえ、感応度が高まっていることは見ておきたい。周辺状況に変化が出てくると、一気にリスクオフになる可能性を疑う必要が出てくるからだ。

しかも、米国だけでなく、世界中の金融資産市場が金融政策と財政政策によって恣意的にバランスを保つ構造が続いていたことを踏まえるべきであろう。そのため、特定の理由も見出せない中で、NY ダウは市場最高値を更新してきたのである。株価が上昇する局面では、新型コロナウイルスの抗体が実用化される期待、トランプ政権からバイデン政権に移行する期待によるものと説明される一方、下降局面では、新型コロナウイルスの再燃懸念、トランプ政権によるバイデン政権への移行に時間がかかる見通し懸念などと説明される有様。つまりは現在の高値圏を説明できないため、後付けの解説に追われているということである。結局、金融資産市場は世界中の金融緩和による流動性によって支えられたものに過ぎず、すでにバブルの様相を示していると言わざるを得ない。

その一方、為替市場はいわゆる金利差による説明がつかなくなって久しい。マネタリーアプローチでとらえて為替を見たとき、為替相場の予想変化率は二通貨間の名目金利差に等しくなるが、マイナス金利など世界的な超低金利政策により、金利差が判然としなくなる中、為替の動きが読み難くなったとは言えるだろう。通貨に関しては、とりわけ動きを失うことになり、ドル円は比較的長きにわたって比較的狭いレンジ下にあったと評価してよいのではないか。

Ⅲ バイデン政権を仮定した上での今後の見通し

民主党政権はもとより、支援が必要な人たちに対して、社会福祉や生活保護を考えるのは政府の義務、役割だとする政権で、いわゆる“大きな政府”を実現するものである。

こうした“大きな政府”がいわば役割でもあるため避けがたいのだが、バイデン氏が選挙戦

で打ち出した財政支出策は総額 7.5 兆ドルに上っている（図表 1）。およそ 10 年間の計画として、インフラに 1.3 兆ドル、気候変動とエネルギーに 1.7 兆ドル、ヘルスケアに 8000 億ドル、産業政策に 7000 億ドル、教育に 1.5 兆ドル、住宅に 6400 億ドル、麻薬過剰摂取問題に 1250 億ドル、子供と高齢者のケアに 7750 億ドルといった財政支出を考慮。こうした支出以外の恒常的支出、コロナ対応 3.4 兆ドルを合わせると実に 11 兆ドルに上る大型財政支出計画で

図表 1 バイデン勝利の場合の財政予算計画（金額は 10 億ドル）

プログラム	総額	期間	ディスカウント	2021-22 年 年間支出	メモ
インフラ	1300	10	0.1	117	輸送、鉄道、市営トランジット、水道、5G、ブロードバンド、自動車産業政策やクリーンエネルギーと重複するものが住宅の耐震性や学校のアップグレードにも
気候変動とエネルギー	1700	10	0.4	102	2050 年までの 100% クリーンエネルギーとネットゼロエミッション
ヘルスケア	800	10	0.4	48	公的医療オプションの作成、補償範囲の拡大、保険料の引き下げ、Big Pharma の税控除の削減、CRFB の推定総費用 8000 億ドル
産業政策	700	4	0.1	158	連邦調達追加 4000 億ドル、4 年間で 3000 億ドルの研究開発費追加
教育	1500	10	0.4	90	CRFB によると、2 年間の無料コミュニティの費用は 7500 億ドル。年収 125000 ドル以下の家計用パブリックスクール、学生支援の増加、学生ローンの減免、高等教育前の公共学校に 7500 億ドル、教師の賃金増、就学前児全般
住宅	640	10	0.4	38	住宅の購入・賃貸の補助、より手頃な価格の住宅
麻薬過剰摂取	125	10	0.1	11	オピオイドの予防、治療、回復への支出
子供と高齢者のケア	775	10	0.4	46	普遍的なチャイルドケアと拡張された高齢者ケア。拡張されたメディケイドを通じてヘルスケアと重複するものも
恒常的支出				610	
コロナ対応	3400	10	メモ参照	600	CBO は最初の二年間の HEROES 法の費用は 2.8 兆ドルになると見積もり。失業率の低下と経済状況の改善とともに制定を 2021 年まで延期し、2.4 兆ドルに調整。以前に含まれていた 1.2 兆ドルをフェーズ 4 から差し引いた
支出計				1210	

出所：各種報道資料、BNP パリバ証券

ある。

金額の多い項目順に中身を見てみると、一番計上の多い気候変動とエネルギーは2050年までの100%クリーンエネルギーとネットゼロエミッションを果たすこととしている。教育には、年収12.5万ドル以下の家計用パブリックスクール、学生支援の増加や学生ローンの減免、教師の賃金増などを検討。インフラには、輸送、鉄道、水道などが含まれる。気候変動は対トランプ戦略としてははっきりした特徴を出せるものであったことを受け、総額も上ぶれたと考えられる。パリ協定を脱退したトランプ大統領に対して、バイデン次期大統領は再参加も検討しているという。そのため今般の政権交代により、米国で大幅にESGアセットが積み上がるのが期待されている。世界中で話題になるワイズスペンディングを検討しつつ、金額の張る事業への財政出動がかさむことは必至と言える。

ところで、バイデン政権になった場合には、上記財政政策以外にも法人税増税（21%から28%）や最低賃金の引き上げ（時間あたり15ドル増）が検討されていたはずだが、これらは民主党政権が議会で惨敗したと思われることから、おそらく決定に至らない見通しである。ただし、規制強化の流れが厳格に適用される公算は大きいであろう。銀行や医薬などはその対象となりえるため、当該セクターについては注意が必要である。

IV 成長率は上ぶれ期待

バイデン政権にはなるとしても、圧勝ではなかったために、当初の財政計画案のうち両政党に比較的受け入れられやすい部分のみが支持さ

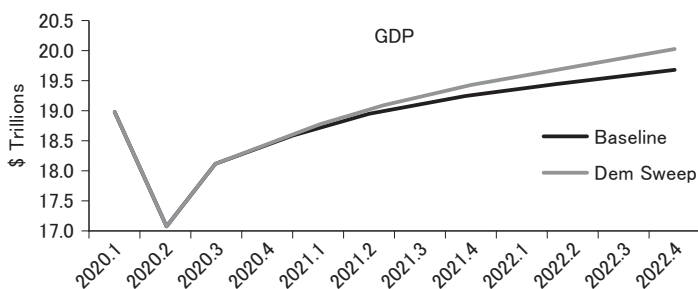
れ、限定的に財政政策が出動する、ということに収まるのが現実的な妥協案と言える。かつ、増税や民主党のより伝統的な支出は控えられる格好となると想定され、財政に与えるネガティブなインパクトは限定的となることも考えられる。

新政権は、パンデミック関連の財政的支援にGDPの3%近い6000億ドル程度を注ぎ込むとBNPパリバ証券では予想する（2021年と2022年にそれぞれ3000億ドル程度）。この額は、民主党政権が議会も治めるシナリオ下で予想される規模を大きく下回るが、危急的に必要とされるニーズ（検査・追跡の国家戦略、ワクチンの展開、州政府や自治体への連邦交付金、家計刺激策の還付金移転、連邦失業保険の追加補填、零細企業支援）に焦点を合わせる可能性が強い点で、成長の支援効果が若干高まるかもしれない。具体的には交通、地方のブロードバンド整備といったインフラや国内調達、R&Dへの支出といった産業政策などの分野に集中することになる。

重要なのは、こうした分野の大部分は財政乗数の高い分野である、という点だ。全体的な財政支出の規模だけでなく、その構成は財政政策による成長率の高上げを見る際には重要となる。議会予算局CBOの試算によれば、連邦支出の景気刺激効果は支出の性格に大きくかかる。例えば、高所得世帯向けの減税や給付金は、移転所得を支出する可能性がより高い低所得世帯向けに比べ効果が低い。加えて、需給ギャップが縮小し、経済が潜在的な生産水準に近づくと、財政刺激策の効果は弱まる。

バイデン政権の財政支出策のプラス効果としては、GDP成長率が多少なりとも上ぶれる可能性が大きいということだ。しかも、当初予算

図表2 GDP ベースラインシナリオとバイデン政権シナリオ



出所：Refinitive Data Stream, BNP パリバ証券

としては期待より低位になるにせよ、財政乗数の高い事業への資金投下により、成長率はそれなりに期待できる（図表2）。議会を通過させるために増税を回避するケースとのセットになれば、成長率や失業率をポジティブにする効果は更に増す。

V 債務上限問題の顕在化は時間の問題か

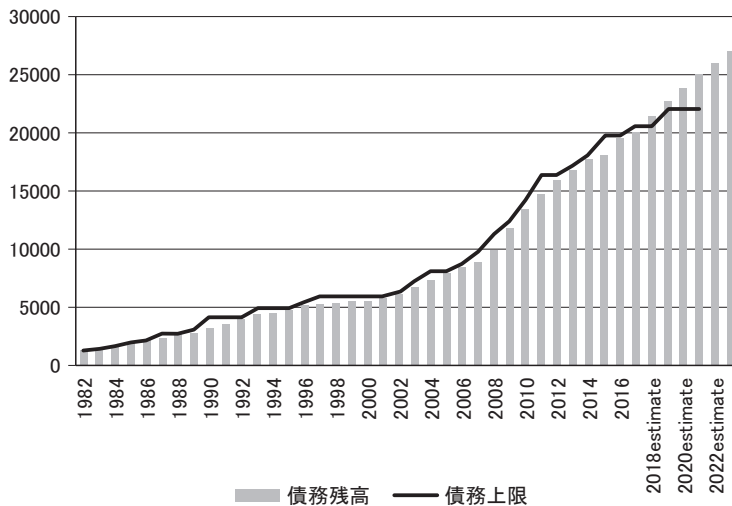
一方、マイナスの効果の最たるものは、債務増大による財政膨張ということになる。米財務省が発表した2020会計年度の財政赤字は3.13兆ドルで、過去最悪となった。GDP比16%となり、リーマンショック時の同9.8%と比較しても大幅な悪化である。コロナ禍での大統領選挙は世界から余計に注目されたこともあり、追加刺激策が大幅に出されたこともあり、財政赤字レベルが過度になった点は無視できない。連邦政府債務もGDP比126%まで増大化。債務残高対GDP比で比較すれば、日本（同252%）、イタリア（同156%）に次ぐレベルに過ぎないとも言えるが、膨張したことに変わりはない。

米国の場合、債務上限問題に引っかかり、これが議会との係争になれば簡単には解決できな

い可能性もある。米国では、1917年第二次自由国債法（Second Liberty Bond Act of 1917）により、国債残高の上限制度が定められている。にもかかわらず、米国は定常的な財政赤字国である。80年代のレーガノミクスの頃には、1985年の財政均衡法（GRH法：予算の均衡と各年度赤字上限目標額の設定、それを超過する場合における強制削減を実施する、というもの。裁量的経費と義務的経費にそれぞれ異なる抑制策を施して財政規律を実質的に高めようとするものだが、景況感にはネガティブな影響となる）成立を至らしめた財政急膨張を体験済みでもある。

しかし、国債発行の上限額が定められているがゆえに、これを超えた資金調達は行えない決まりにある。この債務上限の設定が、米国債務の増大に一定の歯止めをかけているのは事実で、こうしたストックベースで歯止めを持つやり方は、日本のように債務増大の一途にある国は学ぶべき一つの方法論と言える。しかし、それはそれで困った問題がある。米国債支払いの手当ができないまま米国債の償還期限が近づくと、債務上限を引き上げる法案が成立するか、債務上限の適用を凍結するか、が必要となる。政治的な混乱があれば、どちらとも選択できな

図表3 米国債務総額と債務上限



出所：TreasuryDirect Gov, BNP パリバ証券

い可能性を常に孕んでいる。

「せっかくの海外旅行なのに自由の女神に入れなかった」とか、「動物園や図書館がお休みであった」といった観光客がインタビューに答える報道は記憶にあるのではないかな。米国政府機関の閉鎖がそうした事象をもたらしたわけだが、歴史は繰り返しかねない。今後も米国債デフォルト懸念浮上の場合には、政府機関閉鎖のリスクが再浮上する可能性があるということになる。

現在、2019年8月2日に法定債務上限の適用を二年間停止する措置を取っている最中である(図表3)。その期限が2021年7月31日。言い換えれば、バイデン政権が来年8月までの間に債務上限問題になんらかの解決策、打開策を見つけられなかった場合には、政権交代リスクによって再びの米国債のデフォルト懸念ということになりかねない。こうした懸念の台頭から、悪い金利上昇や信用リスクの悪化が避けられない可能性が出てくるということは想定しておくべきだ。米国債の格付けは現行、アウト

ルックこそ安定的の中、フィッチだけがネガティブを付けたものの、格付けそのものはAaa/AA+/AAA(ムーディーズ/S&P/フィッチ)と高位を維持したまま変わらずである。しかし、米国債のデフォルト懸念から政府機関封鎖にでもなれば、時間的にはわずかでもSDセレクトティブデフォルトとなることもある。それが理由による金利上昇、ドル下落となる可能性は見ておく必要がある。

VI ドル値見通し

そもそも米国は世界経済の約2割を占め、新興国を中心に世界中がドルに依存している状況にあることも見逃せない。FRBが3月に拡充した各国中央銀行経由のドル資金供給策で、日本の銀行はドル調達が可能になり、随分安心感が出たものだったが、このことから分かる通り、日本においてすらドルの調達は重要であった。新興国の資金調達も自国通貨に信頼がないがゆえ、6割以上がドル調達となっている。ド

ルの需要の多さに見合う以上にドルの供給量が絶対的に増えたということ、ドルの財政赤字の増大化はドルの流動性が増えすぎたことだ、と考えれば、ドル価値は下落の方向に向かうしかないことはもはや自明の理と言えらるう。

しかも、だ。ドル安が進み過ぎれば、海外からの資金流入が止まる可能性は見ておく必要がある。極端な場合には、海外からの資金流入が止まることで、悪い金利上昇が突如来ることを否定できないことも想像しておくべきであろう。

VII 資産市場のネガティブ見通し

財政政策を使って債務が膨張している傍らで、金融政策については変調する可能性が浮上ってきており、懸念される。これまでの金融市場は基本的には金融緩和で恣意的に平穏がもたらされてきたことは既に述べた。大統領選挙という2020年最大のクレジットイベントの間は、何としても景気を維持しなければならないという使命から金融緩和は継続されるであろうし、政権交代になった場合にも、やはり景気を維持しなければならないという政治的使命から金融緩和が継続されるであろうというのが一般的な金融市場の読みであった。

しかし、バイデン政権へのトラップか、ムニューシン米財務長官はパウエルFRB議長に書簡を送り、CARES法(コロナウイルス支援・救済・経済保証法: Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)を財源とし、連邦準備法第13条3項に基づいて、FRBと財務省が共同で運営している様々な緊急融資・流動性ファシリティについて、これ以上延長しないという財務省の意向を伝えたという。その少し

前にFRBパウエル議長は、このプログラムの失効を望まないと言っていたことからネガティブサプライズであったことは間違いない。「今なお圧迫されている脆弱な経済のための安全装置として、引き続き重要な役割を果たすことを望む」とFRBが声明を発表していることから明らかであろう。

では、このファシリティがなくなることは問題なのか。明示されたCARES法プログラムはPMCCF(プライマリー・マーケット・コーポレート・クレジット・ファシリティ)、SMCCF(セカンダリー・マーケット・コーポレート・クレジット・ファシリティ)、MLF(地方自治体流動性ファシリティ)、MSLP(メイン・ストリート・レンディング・プログラム)、TALF(ターム物資産担保証券ローン・ファシリティ)である。これらのプログラムは最大2兆ドルの融資枠を提供しているが、そのうち利用されているのは250億ドルに過ぎない。とはいえ、最後の取り手がいることによって、クレジット市場が安定したことは確かである。そのためクレジット市場から見れば、ファシリティがなくなることは望ましくないと考えることになるであろう。こうした市場の受け止めに対し、金融当局がどういう行動に出るのが重要であることは言うまでもない。

ムニューシン長官は同じ書簡にて、4550億ドルの未使用資金を返還するよう求め、それを例えば給与保護プログラムのような景気下支えのために振り向けるべきとした。返還の期限は示していないものの、12月31日までに資金が返還される必要があるとも述べている。

そもそも、これらのファシリティを創設するために財務省とFRBは協調して合意まで至ったわけだが、今度もそれができるのか。財務省

とFRBの新たな対立を招けば、米国経済が不安定な時期の不毛な争いとなる。経済が脆弱なまま市場支援メカニズムを終了させれば、再び市場が混乱した時にFRBがリスクを管理する能力が低下する。例えば、社債市場でスプレッドが拡大した場合、FRBは社債購入などのよりの絞った対応ではなく、量的緩和QEによる買入れ拡大のような大雑把な手段を使わざるを得なくなろう。バイデン次期政権によってもファシリティは再び更新されるにちがいないと考えていた筆者を含む多くのクレジット市場関係者にとっては落胆となる。

では、仮にバイデン次期政権でもこれらプログラムを継続する必要があると判断した場合、再承認のために必要な措置は何か。ファシリティは12月31日に失効するため、プログラムには議会の再承認が必要だ。しかし、共和党が上院を制するという見通しを踏まえると、この道はハードルが高い。ただし、ムニューシン長官はFRBに送った書簡の中で、いずれかのファシリティを再設定する必要が生じた場合、FRBは財務省に承認を求めることができ、財務省は為替安定化基金ESFから資金を調達できる、と述べている。それを超える追加資金は議会によって割り当てられなければならない。

バイデン次期政権の新財務長官はFRBの要請に前向きに対応する可能性がある。ただし、現時点でESFの残高は約1000億ドルであり、議会の承認がなければ安全装置を縮小せざるを得ないかもしれない。

そうなると、だ。“金融緩和は維持される”、“金利は低いに違いない”——といった多くの市場関係者の思惑が外れつつあるということになる。市場の枠組みの変化がリスクオフにつながるのか、が次のテーマとなる。もっとも、バイ

デン次期政権にとって現実的な解答を考えるのであれば、金融緩和措置の交渉を根気よく続けることに違いなく、政権交代リスクが大きく顕在化しないで済めば、いずれは低金利の体制に戻るに違いない、と考えるのが自然であろう。そうなれば、これまでと同様バブルの様相を呈する状況が続くことになる。しかし、ファシリティが延長されず、金融緩和のツールが失われれば、市場の期待感が萎むことにつながりかねない。

VIII 日本への影響を考える

こうした状況を踏まえ、日本への影響を最後に考えておきたい。クレジットスプレッドが再びワイド化をはじめるとすれば、これまで米国の投資適格市場に投資をしてきた動きは一旦見直されることになるであろう。ただし、考え方によってはスプレッドがワイド化し始めることにより、投資妙味が散見されるため、選別が必要になる局面でもある。

為替に関してはドル安進行とともに円高基調となる。これを前提にすれば製造業を中心に業績の下押し懸念が台頭することは見ておく必要がある。20年度下期の想定レートが1ドル105円としている会社が7割に上っているが、それだけでも前年同期比からの減少幅が1500億円。さらに円高が進むようであれば、業績への影響が膨らむことになる。しかも、為替動向によってセクター間の勝ち負けを後押しすることになってしまいかねないことも見ておくべき点である。

とはいえ、長い目で考えると、米国の変化の陰で、日本の状況とて、そう威張れたものではないことに気づかされる。日本にとっても低金

利はすでに構造的なものとなっている上、膨れ上がっていた財政はコロナ禍でさらに膨張している状況にある。財政再建は必達だとの姿勢は揺るがないにせよ、解決の糸口が見つからず、低金利に安住することしか解決策がないような皮肉な状況にある。各論を見ても、社会保障や医療の問題から教育、防衛、科学技術、エネルギーに至るまで、解決すべき 이슈に溢れている。日本にとって根本的な問題でもある人口問題の解決は程遠い。より長期で見れば、円は弱含み、円安に進むであろうと考えざるを得ない。

こうした考え方が正しいのであれば、当面は続くであろうドル安円高局面は、来たるべくド

ル高円安局面に向けた投資機会を提供しているということになるのではないか。政策によってセーフティネットが変わることにより、短期・中期・長期の投資戦略を変えねばならないことに加えて、大きな流れでは円高から円安への波を描くということを念頭にした投資行動を選択していくことが求められると見ている。

【参考文献】

ジェトロビジネス短信「米連邦政府債務残高に設定される法定債務上限の適用を2年間停止、2019年超党派予算法成立」、2019年8月7日

経済のプリズム No149「アメリカの予算制度と財政規律」日本財政学会・財政法学会会員 渡瀬義男、2016年5月

日本経済新聞、2020年11月24日

CNBC インタビュー、2020年11月20日

世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%
送料無料
OFF



富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店