

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

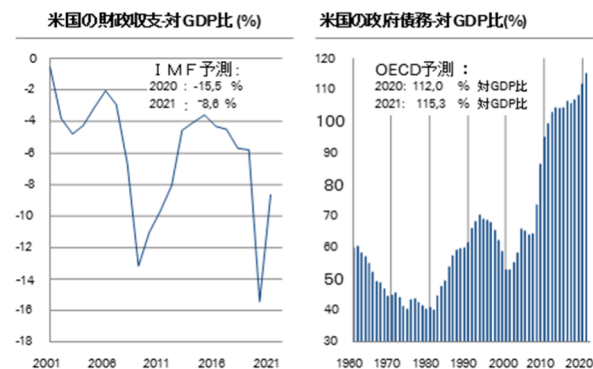
欧州経済の見通し

2020年7月27日

米ドルに暴落の危機が迫っているのか？

目下、レイ・ダリオやジェフリー・ガンドラックなど米国の著名投資家が米ドルの見通しについて公に警告を発していることは注目に値します。この背景には米財政赤字の拡大がエスカレートしていることへの懸念があると考えられます。例えば、国際通貨基金（IMF）は、今年の米財政赤字が対GDP比 マイナス15.5%になると予測しており、OECDは米政府債務が対GDP比112%になると予測しています。いくつかの研究結果によると、多額の財政赤字と高水準の政府債務は、それ自体が国債利回りの上昇をもたらす要因になることが指摘されています。最近の事例では、高水準の政府債務に対する市場の懸念が、米国30年債の利回りを2020年3月9日の1.0%から同3月19日には1.8%まで上昇させたと思われますが、これは同時に株式市場が激しい下落に見舞われた中で発生しており、米国債市場は、主に米連邦準備理事会（FRB）が介入したことによって再び沈静化しました。

米政府の財政赤字の拡大は米ドルの対外的価値を損なう可能性がある



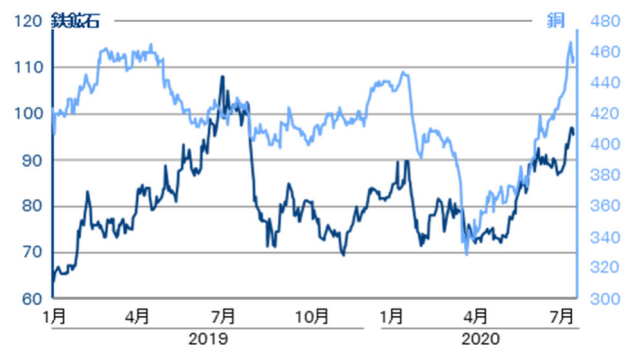
出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー、2020年6月30日現在

最近のマクロ経済指標は米国債利回りの著しい上昇が近いことを示唆

力強い経済指標に加えて、銅や鉄鋼石など原材料価格もまた、グローバル経済が足元で急速に回復しつつあることを示唆しています。グローバル経済における上昇の牽引役は、自ラリセッションを回避することができたとみられる中国で、同国のGDPは、2020年第1四半期に前期比10%減でしたが、第2四半期は同11.2%増と急回復しました。中国10年国債の利回りは、このような景気回復を如実に反映して上昇し、足元では概ね世界保健機構

（WHO）のパンデミック宣言以前の水準まで戻しています。中国は、コロナの大規模感染に最初に直面して沈静化したとみられる国で、同国経済はこの事例の先行指標とされる為、高水準の政府債務とマクロ経済指標の改善に類似性が見られる米国で10年国債利回りが、近々相当な上昇圧力を受ける可能性があるとして見えています。米国や欧州で発表される購買担当者景気指数にも、米国のコロナ感染拡大第二波の動向にかかわらず、7月の世界的な上昇基調がそのまま維持されていることが示されてくると見えています。

景気サイクルに敏感な原材料価格が上昇している
GSCI 商品指数、（1ポイントあたり USドル）



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー、2020年7月16日現在

先行指標としての中国国債の利回り
10年債（単位：%）

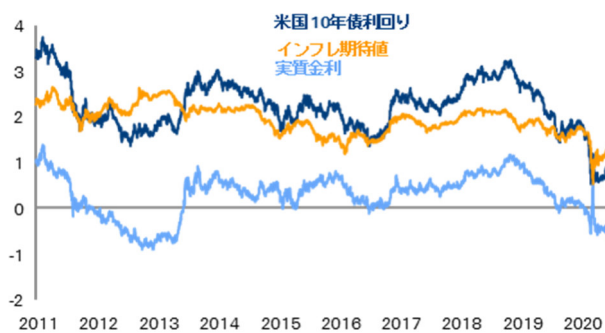


出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー 2020年7月16日現在

実際、米国10年国債の利回りは、2020年3月末以降、約0.7%の水準で推移していますが、当該国債利回りを「インフレ期待」と「実質金利」に分解すると、同3月末以降、インフレ期待が上昇し、実質金利は低下していることが示されています。実質金

利は、一方では中期的な経済成長見通し、他方では、リスク・プレミアムを反映していると考えられます。

米国：米 10 年国債の実質金利が再びマイナスに 単位：%



出所：トムソン・ロイターデータストリーム、メッツラー 2020年7月13日

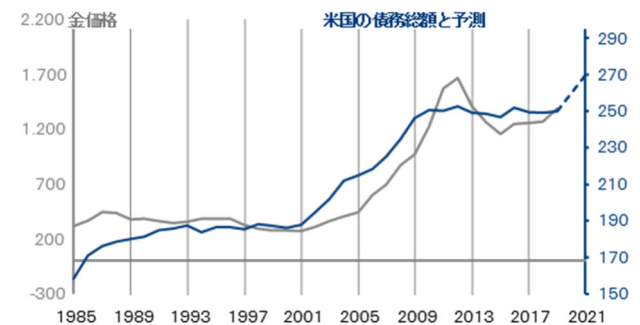
ここ数週間で、財政赤字の拡大見通しを背景に、米国で成長期待が改善したと見られ、リスク・プレミアムもまた上昇したと考えられます。結果として、マクロ経済のファンダメンタル指標と米国債市場における利回り水準の間で、大規模な乖離が生じていると思われる。メッツラーのファンダメンタル・モデルによると、米国債利回りの適正水準は、足元で1.5%程度と推定されています。

米国債利回り上昇か米ドル下落か

おそらく、市場関係者の期待だけで、現在の米国10年国債の利回りは低く抑えられていると思われます。FRBが近いうちにイールドカーブの固定化（イールドカーブ・コントロール）を決定するであろうことが広く予想されており、現在の低い利回りによって大規模な財政赤字のファイナンスが容易になっている為、FRBが近い将来、この市場参加者の期待に沿わない金融政策を実施することはないと思われます。しかし、国内外の投資家は、投資から得られる実質金利がリスクとの見合いで十分に報いられないと判断すれば、別の投資対象に向かうことは明白だと思われます。米ドルの代替通貨として、しばしば金が議論されますが、メッツラーの試算によると、金価格は米政府の債務合計に大きく影響されることが分かっています。また、長期インフレ見通しと米ドルの対外価値などもまた重要なファクターだと見られます。メッツラーが用いている金価格の説明モデルによると、金価格は2021年の年平均で、1,900米ドルの水準にまで上昇する可能性が示されています。

代替通貨としての金

金の1オンスあたりの価格（米ドル） 年間平均

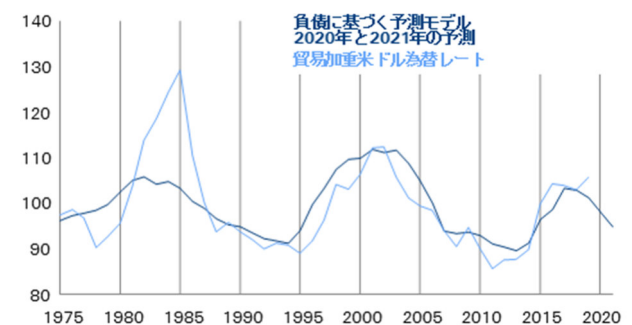


出所：トムソン・ロイターデータストリーム、メッツラー、2019年12月31日

その金価格説明モデルから得られる洞察は、異なる二通貨間の為替レート予測にも応用できると考えています。米国の公的債務が、世界の他の国々よりも早いペースで増加すると、米ドルの実質実効為替レートは弱含む傾向が見られます。実際、統計的に有用性が示されてきたと考える当該モデルでは、米ドルが今後数年に亘って趨勢的に下落するであろうことが示唆されています。メッツラーはこの予測を米ドルの実質貿易加重為替レートに基づいて推定を行いました。ユーロ対米ドルの為替レートを直接予想する為に、相対的な政府債務の動態などを用いることもできます。メッツラーの予想では、欧州連合（EU）とユーロ圏各国は政治的な結束力を強め、国家的な経済援助によって景気浮揚をもたらすことが可能であると見ており、2021年にユーロ対米ドルの為替レートは、1ユーロ=1.25米ドルまで上昇する可能性があると考えています。

米政府債務の上昇ペースが早いとドル安傾向を示す

実質貿易加重米ドル為替レートの指数



出所：トムソン・ロイターデータストリーム、メッツラー、2019年12月31日

結論：米ドルからの資本逃避は、信用可能な代替通貨があっただけのみ起り得る

米国の増大する国家債務は、実際に、米国債の実質利回りを増加させますが、グローバル経済が急速に回復する為、益々その利回り上昇傾向が強まると考えられます。一方、市場参加者からの中央銀行の金融政策に対する期待が金利上昇を引き続き抑制するものと思われ、こうした状況は金への投資をより魅力的なものにすると考えられます。加えて、米国における公的債務は、それ以外の世界各国・地域よりも速いペースで増加している為、今後、米ドルは弱含む傾向になることは否めないと思われ、過度に低い米国の実質金利と米ドルの構造的な減価傾向が相俟って、資本逃避が惹き起こされるシナリオが懸念されますが、その前提として、他の通貨が米ドルに対する真の代替通貨として機能と信用を提供できることが求められると考えています。こうした観点から、急速に経済が回復している中国と、目下EUで計画されている7,500億ユーロの景気刺激策としての財政パッケージが合

意に至る条件でのヨーロッパが、代替通貨を提供し得る候補として挙げられると考えます。とくにヨーロッパについては多くの国際投資家がこの財政パッケージの動向をEUの今後の成否を決める材料として眺めています。しかしながら、中国とヨーロッパの通貨が、いずれも国際投資家から最終的に米ドルに対する投資代替となり得ないと判断された場合、人為的に低く設定された実質金利と安定的な米ドルが維持された状態が、当面の間、継続すると考えられます。もっとも、構造的な米ドルの下落トレンドが確立されたと見るならば、米国の実質金利における今後の動向次第で、米ドルの下落スピードが左右されるものと思われ、

エドガー・ヴァルク
メツラー・アセット・マネジメント
チーフ・エコノミスト

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W20-013