

五里霧中の年度明け、外債へ分散余地

決算対応の処分一服、来年に向けては米金利上昇余地

2017/4/7

国内勢による投資環境では不透明感が蔓延した「五里霧中」の新年度明けとなったが、リスク分散の観点で外債投資には打診的な投資余地が着目される。昨年度は日銀マイナス金利などで国内勢から為替ヘッジ付きを中心に外債投資が急拡大する一方、昨年後半からは米トランプ・ラリーを受けた米債金利の上昇（債券価格は下落）などで3月決算に向けて処分売りが後押しされた。新年度明けも外債投資には慎重ムードが根強いが、内外の予期せぬリスクに対し、来年にかけて米債金利の上昇余地は残されている。

直近3カ月の外債売り越しは過去ピーク接近

「5月に向けては米欧の政治・政策リスクや北朝鮮発の地政学リスクなどが山積しており、新年度運用資金を外債投資に振り向ける環境にはないが、かといって現状から日本の国債金利上昇や円債価格の上昇も見込み難い」――。

大手国内証券のストラテジストはこう指摘しながら、打診的な国際分散投資の有用性に着目する。

昨年度も4月から英国のEU離脱投票、米大統領選でのトランプ氏勝利といったテール・リスクが警戒され、実際に想定外のショックに見舞われた。しかし今年3月末の年度末では結果論ながら、前年度末比で日本株や日本の新興企業株の上昇、米欧株の大幅高、新興国株や商品相場の持ち直し――といった個別での市況改善が見られている。

あくまで結果論ながらも「逆張り投資」や「国際分散投資」が有効に機能し、反対に「安全逃避」や「リスク回避」による内外の国債投資では債券価格面で痛手を被った。今年度の4月以降も不透明感が強い分だけ、「人の行く裏に道あり花の山、万人の気弱きときは米（相場が）上がるべきの理なり、といった相場格言が着目される」（同）可能性を秘めている。

現実的には新年度明けでも、国内勢による外債投資への慎重姿勢は根強い。背景としては、1)昨年度の痛手の後遺症、2)為替ヘッジ・コストに係る国内での短期金利やベーススワップ・スプレッドの不透明性、3)米国の経済対策遅延や米FRBの慎重な利上げペース、4)米保護主義などによるドル安・円高リスク――といった複合警戒がある。昨年度の教訓もあり、「債券投資なら外債より国内債」といった投資戦略まで聞かれている。

一方で新年度明けの4月3日以降、米10年債金利は2.4%割れから2.31%方向に急低下した（債券価格は上昇）。一部では国内勢による打診的な外債投資

も取り沙汰されている。ドル/円に関しては、「東芝が米国子会社の原子炉メーカー、ウェスチングハウス（WH）破産法申請に伴い、債務保証や各種契約解約などに関連したドル転の資金送金を行うのではないか」（国内メガバンク為替担当）といった噂もくすぶっており、その中での新規外債投資はドルの下支え要因として注目されている。

国内勢による外債投資に関しては、昨年12月から売り越し傾向が続いてきた。財務省の週間・対外中長期債投資によると、昨年11月27日から今年3月25日までの累計では-6兆3554億円ものネット売り越しに及んでいる。3カ月スパンの13週間累計では、3月11日週に-5兆7366億円に増加し、2013年7月以来の高水準を記録した。2005年の統計開始以降、13週間での売り越しピークは2013年時の-5兆円から-7兆円となっており、現状は売り越し上限へと接近している。今後は3月の年度末対策一服とあいまって、処分一巡と打診的な買い越し再開が注視されやすい。

円換算の米債価格指数、2015年以降の下限に

しかも米国債の債券価格指数ベースでは、3月以降のドル安・円高もあって円換算では2015年以降の下限レベルに到達してきた。ブルームバーグとEFFAS（欧州証券アナリスト協会連合会）が算出している債券価格指数では、「米国債の10年以上全部」が円換算で4月4日に6万9753前後となり、直近安値である3月28日の6万9317以降の安値推移を維持させた。2015年以降は昨年11月の米大統領選直後の混乱を除くと、円換算での下限は現状と近い6万9000から7万0200前後で下げ止まりのパターンが繰り返されてきた。あくまで円ベースの米長期債価格指数では、一旦の買い場環境を迎えてきた。

もちろん、米国債は債券価格ベースで反発余地はあっても、裏表で長期金利の低下と日米金利差の縮小余地が意識されている。「新債券王」の異名を持つ米ダブルライン・キャピタルの最高経営責任者（CEO）、ジェフリー・ガンドラック氏は4日、ウェブキャストで「米国の10年債と30年債の（債券価格は）値上がりが続くと思う。10年債の利回りは2.25%未満まで、あるいは2%弱まで下がり、その後に上昇するだろう」と予想し、そのうえで「10年債利回りが年内に3%になるとは思わない」という見通しを示した（ブルームバーグ）。

しかし、米国では3月以降の10年債金利低下の一因となってきた原油価格が反発に転じている。WTI原油先物は昨年11月14日の1バレル=42ドルを底

値に急上昇し、今年1月3日には55ドルと2015年7月以来の高値を更新した。連動する形で米債金利も上昇となったが、原油価格が同時期をピークに頭打ちから反落に以降し、米10年債金利も低下してきた相関性を有している。

その後、3月27日の47ドルを底値として、4月5日には51ドルにまで再上昇してきた。今後は産油国による減産合意の年後半延長や夏季の資源エネルギー需要などが下支え要因となり、過去の季節パターンでは6-7月まで緩やかな上昇ラリーが見込まれる。

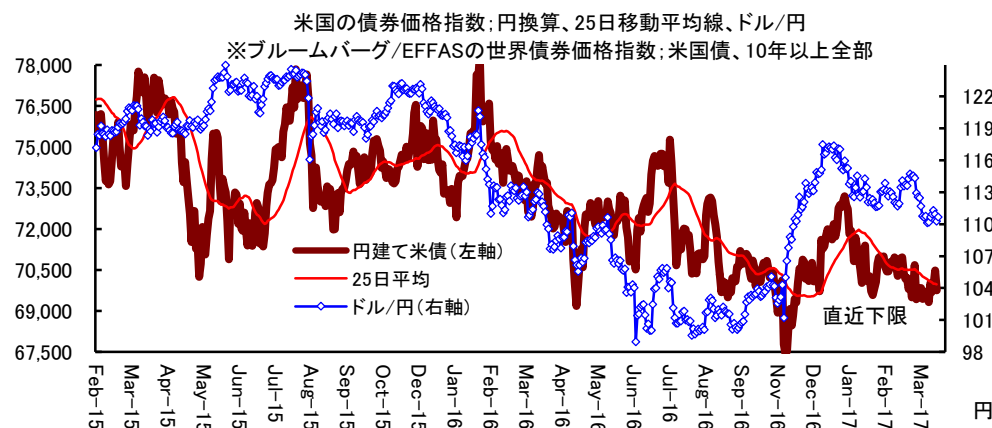
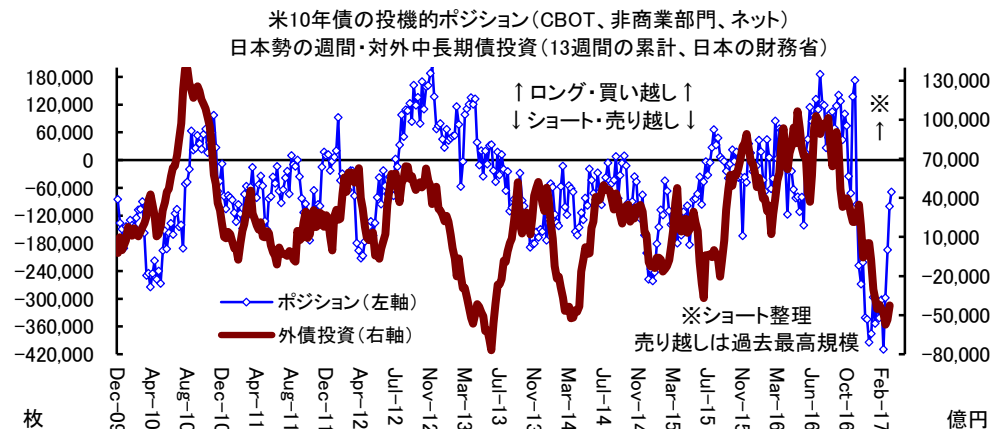
さらに米国では7-8月にかけて、税制改正の具体化が想定される。FRBに関しては年2回の利上げが織り込まれる一方、年後半にかけてはFRBバランスシートの縮小論議が焦点になってきた。その後は年後半から来年にかけて、インフラ投資などの財政出動や減税、規制緩和の始動余地が残されている。何よりトランプ米大統領やゴールドマン・サックス出身者が中心となっている経済チームは、「来年11月の中間選挙に向けて、景気拡大の政権成果を表出させていく戦略」（米国の大手金融機関幹部）との見方が強い。

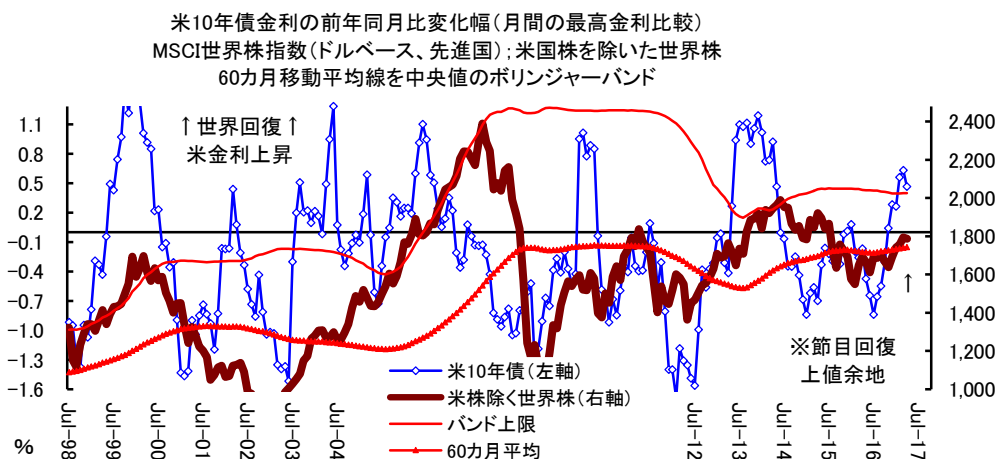
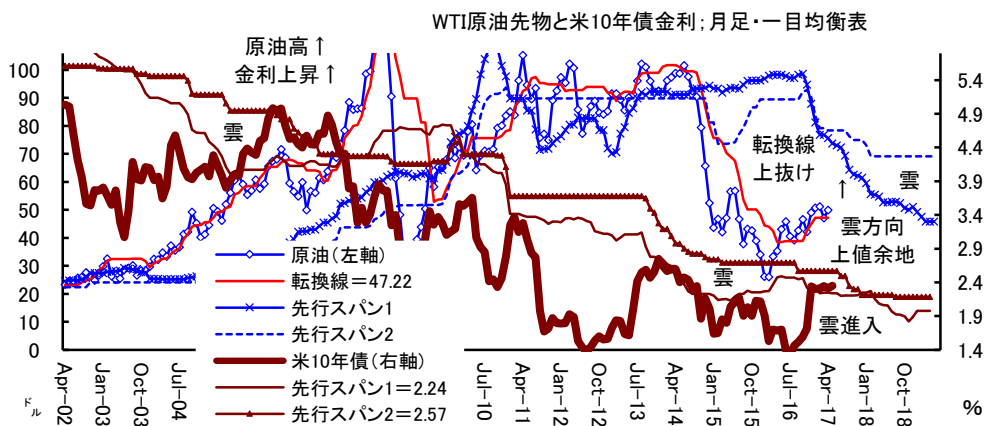
こうした一連の政策対応は、来年にかけての米国債金利の上昇余地を支援するものだ。中国でも6-7日の米中首脳会談を契機として、秋の共産党大会（5年に1度）に向けてインフラ投資などの内需拡大策を強化させる方向となっている。現在は米国の政策

期待剥落や景気拡大のピークアウトが懸念されているが、米国以外でも世界経済は循環回復の軌道に移行してきた。MSCI世界株指数（先進国、ドルベース）では「米国株を除いた世界株」が反発地合いを維持し、足元では60カ月（5年）移動平均線を上抜け回復している。60カ月線の方向性は上向き化となっており、年後半から来年にかけての世界経済の成長持続が期待されやすい。

懸案の欧州政治リスクについても、4-5月のフランス大統領選、9月のドイツ総選挙で一段落となる見込みだ。昨年11月の米大統領選と同様、政治イベントの終了後には材料出尽くが想定され、年後半から来年にかけて米国債金利の一段の上昇（安全逃避の米債シフト後退）を促す潜在マグマが蓄積している。

なお、米10年債金利については昨年11月以降、ショート・ポジション（売り持ち、米債価格下落＝金利上昇の方向）が過去最高水準に急膨張したあと、2月からは整理巻き戻しに移行している。それが2-3月からの米債金利低下の一因となってきた。しかし、米シカゴ商品取引所の投機的な米10年債ポジションは3月28日週に、差し引き-6万9419枚のショートと前週の-10万0354枚から4週連続の減少となった（CBOT、非商業部門）。2月28日週の-40万9659枚を直近ピークとしてショート整理の買い戻しが進捗し、昨年11月1日週の-3万5057枚以来の低水準へと中立化が進みつつある。





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。