

年度明け外債投資がドル安を制御

110 円以下にかけて準公的の買い、輸入想定は 108 円

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/4/10

為替相場では複合要因によるドル安・円高の圧力が続いているが、国内機関投資家の新年度明けに伴う新規外債投資がドル安の制御要因として注目されよう。3 月後半以降の 1 ドル＝110 円割れ攻防では準公的マネーを含めた外債投資関連のドル買いが観測されているほか、先行きの各種ドル需要に備えたドル資金手当ての思惑もくすぶっている。3 月の日銀短観（大企業・製造業）では輸入企業である石油・石炭製品の想定為替レートが 108.91 円となっており、実需関連のドル押し目買いも想定される。

3 月後半週の外債投資、9 月以来の高水準

「1 ドル＝110 円の前後からドル安のレベルでは、準公的マネーを含めた国内機関投資家のドル買い需要が観測されている」――。

ある為替市場のインターバンク関係者は、このように耳打ちする。単純に国内勢は 3 月の年度末決算にかけて外債の処分売りを活発化させてきた経緯があり、今度は 4 月の新年度明けとともに機械的な新規資金配分やポートフォリオのリバランスが意識されやすい。

実際に財務省の週間・対外中長期債投資状況によると、最新の 3 月 26 日－4 月 1 日週には差し引き＋1 兆 0998 億円の買い越しが観測された。2 月 26 日－3 月 4 日週の－1 兆 1295 億円や翌週の－6956 億円といった売り越し基調が一服となり、昨年 9 月 24 日週以来の大幅な買い越しを記録している。依然として為替ヘッジ付きが中心との見方がある一方、先行きの為替ヘッジ対応を前提とした打診的なノーヘッジ型や、対外中長期債以外でも今年度中の外債投資を見据えた短期ドル資金、外貨預金などでのドル手当ての思惑もくすぶっている。

4 月 6 日の東京外為市場では朝方から 1 ドル＝110 円割れトライのドル安・円高局面が見られたが、ドルの日中安値は 110.29 円前後でブロックされた。同日の午前 10 時前にはブルームバーグが「アジア在勤の為替トレーダー」の話として、「110 円ちょうど割れにある東京ベースの銀行のドル買い注文は、同水準のすぐ上の買いよりも大きい」、「110 円割れのだましに注意」といった市況解説を報じている。

また、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（約 8000 億円）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。

ドル/円でのドル安局面では、国内輸入企業によるドル買いも控えている。現在の日本では輸出復調や貿易黒字の高止まりが見られているが、それでも原油を始めとした資源相場の下げ止まりや部分的な海外生産・逆輸入体制の定着とあいまって、輸入企業によるドル買い手当ての新年度需要が残されたままだ。

最新 3 月短観の大企業・製造業の想定為替レートによると、輸入産業の代表格である石油・石炭製品は 2017 年度の通期が 1 ドル＝108.91 円となっている。こうした節目ラインにかけては国内輸入企業による「実需のドル押し目買い」が想定され、実際に石油・石炭製品の想定為替レートはこれまで強力なドルの下値抵抗ラインとして機能してきた。

その他、輸入に関連した業種では、非鉄金属が 112.70 円、鉄鋼が 110.72 円、金属製品が 110.51 円、化学が 108.34 円、繊維が 107.86 円――などとなっている。素材業種全体では 109.23 円、非製造業では 109.13 円といった水準だ。その意味で当座は 1 ドル＝110 円前後から 108 円方向にかけては、日本のリアルな実需筋によるドル買い手当ての需要が注視されやすい。

バランスシート縮小、米 MBS「投資妙味」吟味

一方で 110 円前後からの準公的マネーなどによるドル買い観測は、安倍政権の国策としての「デフレ完全脱却」との関連性でも憶測を呼んでいる。現在の安倍政権は森友学園への首相夫妻の関与疑惑のほか、北朝鮮・シリア発の地政学リスクに翻弄されて、支持率低下や外国人投資家の日本株離れといった苦境に直面している。

安倍政権の内閣支持率は依然として株価と一定の相関性を有しており、安倍政権が政権危機打開やアベノミクスの頓挫回避に向けて、円高・株安の間接阻止策を講じている可能性も排除できない。実際に 4 月入り以降、「安倍政権の有力幹部が、外資系金融機関の幹部などから市場動向に関してのヒアリング懇談を行っている」という指摘もある。

それでも準公的マネーを含めた国内機関投資家は、単純に新年度明けを受けた新規資金配分やポートフォリオのリバランスに伴う「自主判断」で外債投資に着手している可能性も見逃せない。とくに米国債に関しては昨秋のトランプ・ラリー以降、債券価格ベースで下落となってきたほか、3 月以降はドル安・円高を受けて為替換算面でも時価評価が目減りしてきた。基準となる外債ポートフォリオの配分比率に合わせるため、「時価調整」による外債買い足し

の必要性も焦点となっている。

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まで下落してきた。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3月末に6カ月前比（昨年9月の半期末決算比）で-5.6%のマイナスとなっている。最近では2010年3月末の-9.8%以来の下落幅となってきた。過去実績として6カ月前比や1年前比などで円建ての米国債価格指数がマイナスとなっている場合、国内勢による外債投資では買い越し基調が優勢になってきた。指数下落を受けた割安判断のほか、ポートフォリオの時価調整による買い足しという影響も見逃せない。

もちろん、今年度の国内勢による外債投資は、民間を中心に慎重姿勢が根強い。背景としては、1) 昨年度の痛手の後遺症、2) 為替ヘッジ・コストに関係する国内での短期金利やベシススワップ・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。

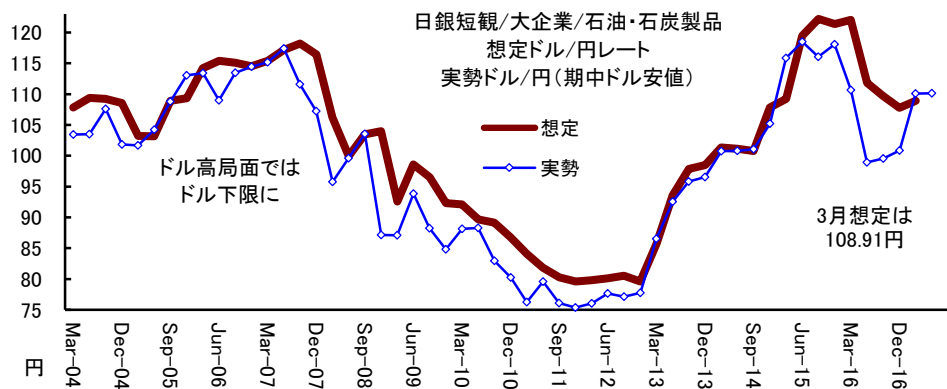
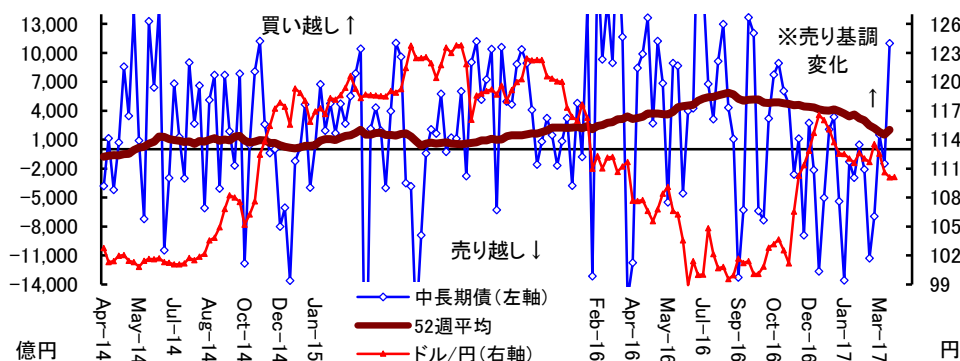
一方で米FRBは年後半にかけて、バランスシート縮小の議論地ならしに着手し始めた。FRBが5日公表したFOMC（3月14-15日開催）議事録によると、大部分の当局者は4兆5000億ドル（約500兆円）の

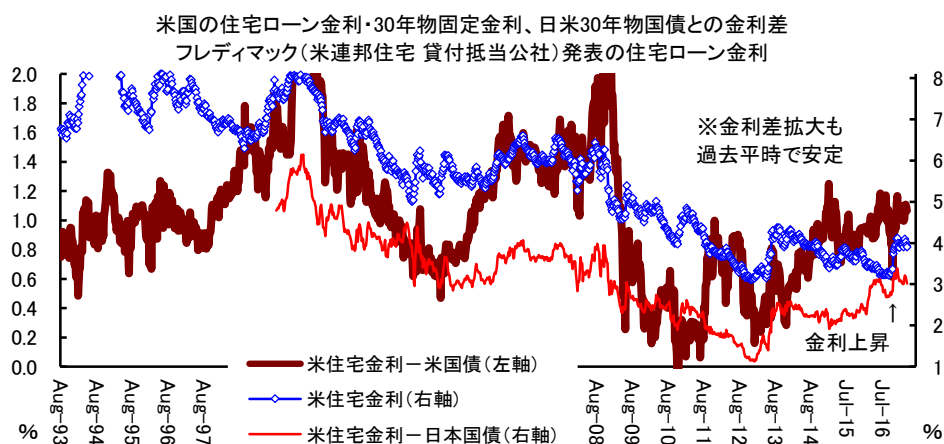
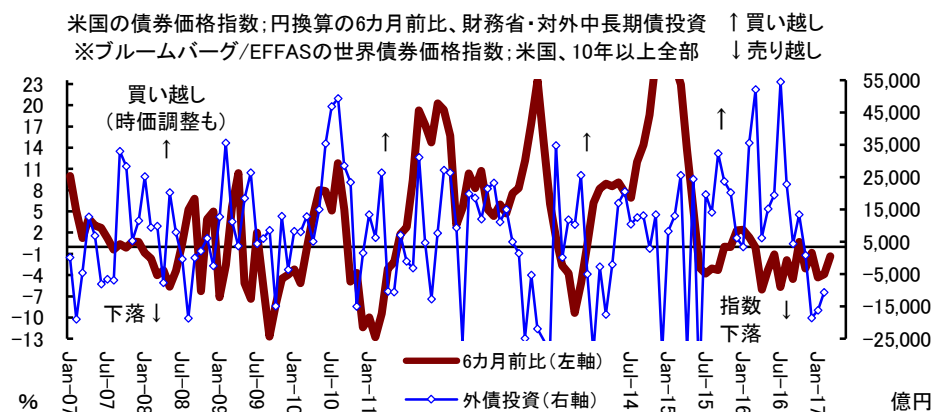
バランスシートの縮小開始につながる政策変更の年内実施を支持している。具体的には米国債と政府機関保証の住宅ローン担保証券（MBS）の両方について再投資を段階的に終了、もしくは単に終了することが望ましいとの考えが示されている。

こうした施策は年後半から来年にかけて、米国債金利やMBS金利の上昇要因となりやすい。米国債金利は慎重な利上げペースなどで金利上昇に制約があるものの、MBS金利は相対的な金利上昇の余地が大きい。FRBは来年、満期を迎える1兆7700億ドル（約200兆円）のMBSを再投資せずそのまま償還させる公算が大きく、この影響で住宅ローン金利は小幅上昇する見通しとなっている。

一方でFRBはトランプ政権に配慮し、住宅金利の急上昇には細心の注意を払うと見られている。トランプ政権は金融規制の見直しと住宅ローン融資の柔軟化に向けて、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の規制改革も検討している。規制緩和は先行き住宅金融不安を再燃させるリスクがある一方、住宅市場への政策的な配慮策がMBSの信用性を支援。MBSはFRBのバランスシート縮小で適度に金利が上昇する一方、過度な信用悪化（債券価格の大幅下落）は抑制されることで、日本勢には金利差狙いの長期投資で一定の投資妙味を付与させる可能性もある。

財務省の週間・対外中長期債投資、52週移動平均線、ドル/円





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。