

## 局地的に円調達キャリー取引拡大の環境

高金利通貨上昇や海外出口、世界債券高の調整は警戒

2017/6/16

国際金融市場では局地的ながら、円調達キャリー取引の拡大環境が醸成されてきた。昨年までのドル高と裏表で通貨安が続いてきたカナダ、英国、新興国などでは物価上昇が顕在化してきたほか、米国に続いて欧加など各国中銀で超金融緩和策の出口戦略移行が見られつつある。米欧英などでの過度な政治懸念も一旦は小康となり、世界経済の循環回復とあいまって市場変動率（ボラティリティ）が安定化してきた。ただし、「嵐の前の静けさ」のリスクは残り、世界的な債券高（金利は低下）の反動調整などには注意を要する。

### 米国で金融規制改革の論議、円調達への影響焦点

「資金調達の多様化にとって日本は重要な市場であり、定期的にサムライ債（円建て外債）を発行したい」――。

インドネシア政府は5月31日、総額1000億円のサムライ債を発行したが、同国の財務省はこのように継続起債への前向き姿勢を示した（ブルームバーグ）。サムライ債については6月2日に仏金融大手クレディ・アグリコルによる総額2039億円の発行条件が決まったほか、フィリピン政府が7年ぶりの発行を検討するなど、ジワリと「低金利である円資金をベースにした調達や借入れの需要」が復調傾向にある。

背景としては、1) 運用難に苦しむ日本の投資家の旺盛な需要、2) 世界経済の持ち直しなどによる新興国や欧州金融機関などの信用格付け改善、4) 世界的な超低金利の修正や中銀の出口模索の中での円金利の低位維持――といった要因がある。また、中国では官民が膨大なドル債務を抱える一方、米FRBによる利上げ継続を受けた借入れ負担の増加が問題になっているが、昨年10月には中国最大の国有複合企業、中国中信集団（CITICグループ）が1000億円のサムライ債を発行するなど、低金利の円建てへの借り換えや新規調達が注目を集めている。今年5月には、中国工商銀行による東京プロボンド市場での円建て債の発行準備も見られ始めた。

同時に円調達キャリー取引に関しては、米トランプ政権による金融規制緩和の影響も注目されている。米国の財務省は12日、ようやく銀行ルールの見直し案を公表した。今後の実行時期や内容には不透明感が残るものの、13日にはバンク・オブ・アメリカ（BoFA）メリルリンチのアナリストが、顧客向けレポートで「トランプ政権の規制改革が遅延している中で、財務省の報告書は予期せぬ朗報」、「銀行のバランスシートに対し、GDPの11%に相当する約2

兆ドルの余力を生み出す可能性がある」といった前向き評価を行っている。12日以降には米国の金融株の上昇材料となってきた。

米トランプ政権による金融規制緩和は、昨年12月時点で安倍晋三首相の経済ブレーン・浜田宏一内閣官房参与（米イェール大学名誉教授）が、「日本での脱デフレ支援効果」という観点で期待感を示している。「金利の低い円資金を調達して金利の高いドルで運用するキャリートレードは通常、円安をもたらすが、米国での改革法による金融規制がそれを妨げている可能性もある。そうだとすると、トランプ政権による規制見直しは日本の金融政策にとってプラスになり得る」（昨年12月26日付け産経新聞）。

その中で為替相場ではドルの先安警戒が高まる中で、高金利通貨や資源国通貨などが上昇に転じ、局地的・間接的な円調達キャリー取引の環境が整備されてきた。足元では米欧英などでの過度な政治懸念も一旦は小康となり、世界経済の循環回復とあいまって市場変動率（ボラティリティ）が安定化している。日本と海外との金利差拡大が、ドル/円主導による円高圧力を減殺させる効果を持つ。

### 世界国債指数、テクニカルで重要分岐点

12日以降の為替相場では米FRBによる14日利上げ後の利上げペース鈍化観測がドル安材料となる反面、対ドルで非ドル通貨が押し上げられている。上昇通貨には独自の材料もあり、1) カナダ・ドルは中銀幹部によるインフレ警戒や成長前向きの発言、2) 英ポンドは物価指標の大幅上昇や議会総選挙での与党過半数割れショックの一服（連立協議進展）、3) 豪ドルやNZドルはIMFによる中国の成長見通し上方修正や原油などの資源下げ渋り、4) メキシコ・ペソは州議会選での与党暫定勝利による政治安定化期待や、対メキシコ強硬派・米トランプ大統領の弱体化、5) 南アフリカ・ランドは資源安定化や貿易収支の改善見通し――などが個別の通貨高材料となっている。

もちろん、新興国を含めた世界経済の循環回復については、先頭ランナーである米国の減速を受けた先行き成長ペース鈍化が警戒されている。それでもOECD景気先行指数（CLI、加盟34カ国総計）は最新4月に100.084となり、前月の100.080から小幅に改善した。11カ月連続での前月比プラスであり、長期平均の節目で景気拡大入りを示す100を4カ月連続で維持させている。過去実績では100超えから最短でも、10カ月前後は回復周期が続く循環パターンが繰り返されてきた。足元の6月で6カ月目であり、

まだ年後半にかけて回復モメンタムの慣性的な持続余地は残されている。

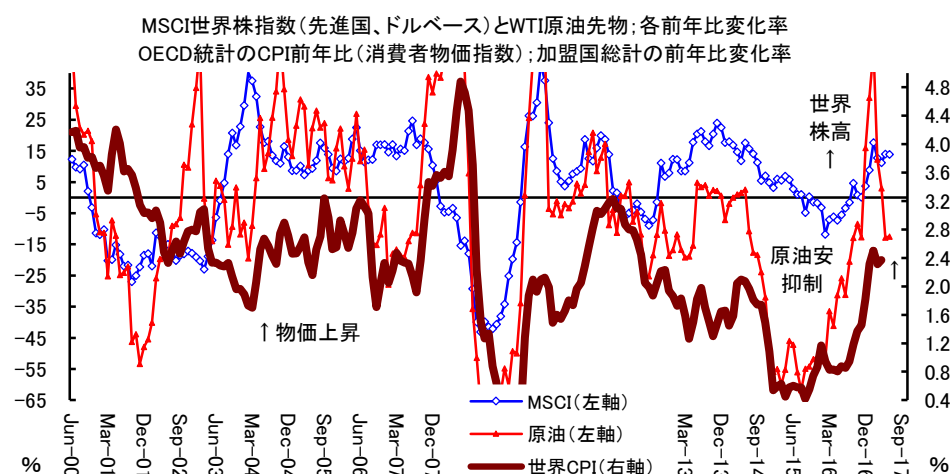
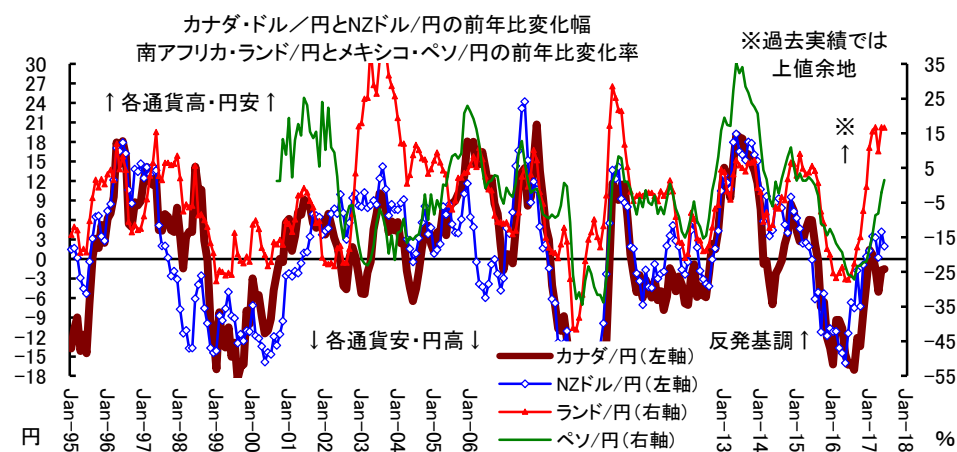
しかも4月にOECD指数の前年比は+0.5%前後の成長率となっているが、4月に日本の10年債金利は月間最高でも0.08%にとどまった。双方の乖離幅は0.4%以上に拡大し、2010年9月以来の開きとなってきた。OECD統計のCPI（消費者物価指数）も加盟国総計では4月に前年比+2.37%となり、2012年4月以来のプラス幅へと上昇している。過去実績として世界経済の成長率やCPI前年比の改善見合いで日本の金利が低位となる環境では、広義の円キャリー拡大などを通じて、為替相場では円安地合いや円高歯止めのパターンが観測されている。

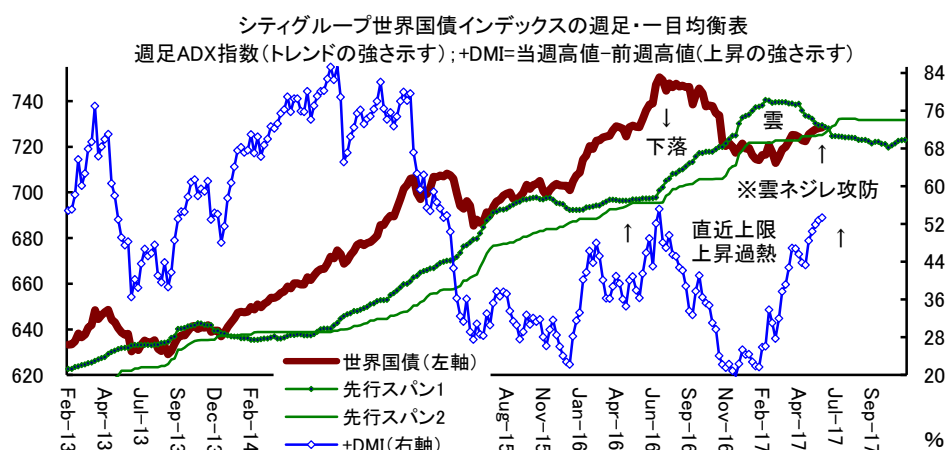
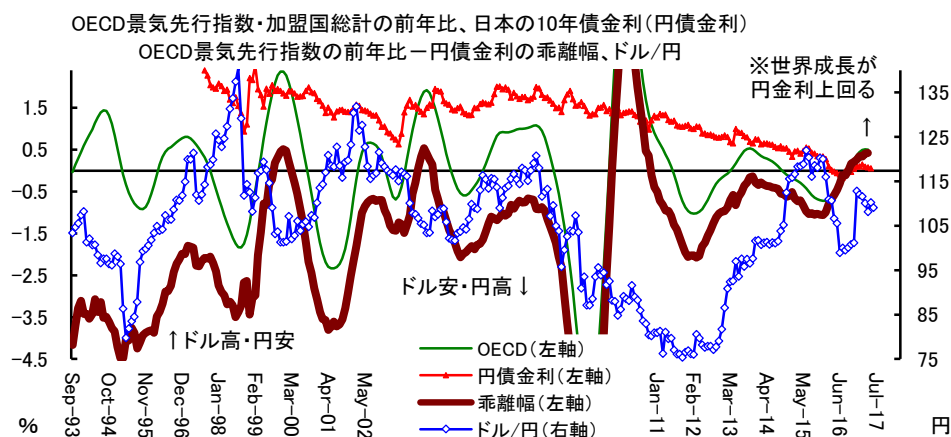
もっとも世界経済の持ち直しや昨年までの通貨安国を中心とした物価上昇、米国での金融株の復調といった環境は、安全逃避や低インフレ安心などによる世界的な債券価格の上昇（金利は低下）に歯止めを掛けるものだ。米国での現在の物価下落は昨年ま

でのドル高の遅行影響もあり、足元のドル反落は先行きインフレ低下を和らげていく。

その中でシティグループ算出の世界国債インデックス（ドルベース）は昨年7月を高値とした反落を経て、今年1月からは再上昇となっているが、12カ月移動平均線といった長期トレンドラインは下抜けたままとなっている。しかも12カ月線の方向性は、実に2006年以来となる下向き化へと転換してきた。

同インデックスの週足・一目均衡表チャートでは、7月7日週にかけて転換点を示す「雲のネジレ」が観測されている。改めて雲を上抜け突破し、長期の債券高（金利は低下）トレンドに移行していくか。あるいは米FRBによるバランスシート縮小などが視界に入るに連れて、雲の下抜け状態の定着と戻り売り基調（金利は下限切り上がり）が強まっていくか、重要な分岐点に直面しつつある。現状の世界的な株高と債券高（金利は低下）のハネムーンを脅かす波乱材料としても、当座の展開が注視されそうだ。





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。