

年度下期の外債投資、拡大余地に脚光

国内株高でバッファー、金利差拡大でヘッジ修正も

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

2017/10/20

国内の機関投資家は年度下期の運用戦略で、外債を含めた外貨建て資産の拡大余地に脚光を浴びている。日本株の上昇でリスク資産投資のバッファーが増強されているほか、衆院選での与党勝利観測や2019年からの消費税増税に対処した日銀の超低金利長期化の見通し、来年にかけて広がりが見込まれる海外中銀の金融政策正常化と緩やかな金利上昇、日本の財政・格付け・国債信認の先行き不透明感などが国際分散投資を後押しさせやすい。小幅ながらも内外金利差の拡大を受けて、為替ヘッジ対応の変化も焦点になってきた。

黒田氏が財政再建努力説明、金融・財政一体化暗示

「22日の衆院総選挙に関しては、マクロ経済政策の面で安倍晋三首相と希望の党の代表である小池東京都知事はいずれも徹底的な現実路線をとっている。そのため今回の選挙結果が金融政策に影響を及ぼすとは考えにくい」――。

米国系大手金融機関のアジア担当幹部はこう指摘しながら、日銀による超低金利政策の継続に安心感を示す。しかも現状予想通り自民党が大勝した場合、2019年10月からの消費税増税が公約通り実行される可能性が高まっていく。2019年は7月前後に参院選が予定されており、景気底上げの観点で、2019年にかけて「日銀の異次元緩和が長期化する」（同）可能性は排除できない。

すでに日本では、「金融政策と財政政策は事実上、同一のものと考えられており、フィスカル・ドミナンス（財政による支配）が円滑に機能している」（同）。衆院選後にはこうした金融・財政一体化が深化される反面、過度な日銀依存に対する批判や、「チーム安倍」への権力集中に対する風当たりを回避させるため、「企業優遇、規制緩和推進、成長重視を柱とする真のサプライサイド改革が浮上してくる」（同）期待感もあるという。

金融・財政一体化でいえば、13日に米ワシントンで開催されたG20財務相・中銀総裁会議では、安倍政権による基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の黒字化目標の先送りについて、「欠席した麻生太郎財務相に代わり、日銀の黒田東彦総裁が『日本は財政再建の旗を降ろしていない』、『安倍首相は消費税増税を予定通り行う』とG20で説明した」という報道が見られている。あくまでも財務大臣の代理としての代弁発言ながら、日本では実質的に財務省と日銀の連携強化が進展。衆院選の結果にかかわらず、「多くの政策アドバイザーにとって、中央銀行の独立性を過度に重視するかつての政策モデルに後戻

りする差し迫った理由はない」（前出の金融幹部）との見方もなされている。

こうした流れは日本国内の超低金利長期化、一方での将来的な日本の財政・格付け・国債信認の先行き不透明感の両面で、国内機関投資家による国際分散投資を後押しさせていく。しかも今年度は4月以降、地銀などの外債処分のほか、北朝鮮リスク、米FRBの金融政策の不透明感、世界的な低インフレと金利低下圧力、ヘッジ・コストの不安定感などもあり、新規の外債投資が伸び悩んできた。それが10月の年度下期入りからは日本株の上昇によるリスク資産投資のバッファー増強や、米FRBの12月利上げ観測などを含めた内外金利差の拡大などもあり、外貨建て資産投資が支援されやすい環境となっている。

財務省の月間・対外中長期債投資によると、今年4―9月は累計で+5兆4135億円の買い越しとなっている。地銀による大量処分といった特殊要因はあったものの、上半期では昨年度の+12兆2656億円、2014年度の+7兆1604億円、2012年度の+6兆8916億円などに比べると抑制されている。年度通期では2016年度が+12.8兆円、2015年度が+27.7兆円、2014年度が+20.3兆円といった買い越し実績があり、来年3月の年度末に向けた拡大余力が注視されよう。

米日3カ月物金利差、04年のドル底入れ時まで拡大

もちろん、引き続き米国を始めとした海外金利は歴史的な低位にあり、先行きの円高リスクによる為替差損をカバーできるほど、内外金利差が大きく拡大してきたわけではない。それでも米国を含めて海外ではジワリと短期金利が上昇しており、短期の内外金利差拡大は「為替ヘッジ付き外債投資」に関してのヘッジ・コストを上昇させつつある。まだ部分的とはいえ、外債投資では為替ヘッジ付きよりヘッジなしの為替オープン型に投資妙味が高まってきた。

ロンドンLIBOR（銀行間取引金利）では3カ月物ベースで、ドル建て―円建ての格差が1.4%方向に上昇してきた。2008年10―11月以来の拡大幅へと移行しつつある。まだ為替ノーヘッジ型の外債投資が拡大する環境にはないが、2004年時には1.0%方向までの縮小を経て、5―6月から1.4%方向へと金利差が拡大してきた。当時の為替相場ではその半年後の2005年1月に1ドル=101円台でドルが底入れし、2007年6月の124円方向までドル高・円安と為替ノーヘッジ型の外債投資拡大が進展した実績を有している。

現在は来年にかけてのFRBの利上げペースや回数

などについて、慎重な見方が根強い。米国では失業率が低下しても賃金の伸び悩みが続いているが、それでも最新9月の失業率は4.2%に低下し、2001年2月以来の低水準を記録した。同時に失業率の前年比変化幅は今年1月に-0.1%へと改善方向の低下幅が縮小したあと、9月には-0.7%と2016年1月以来のマイナス幅の拡大軌道へと回帰している。

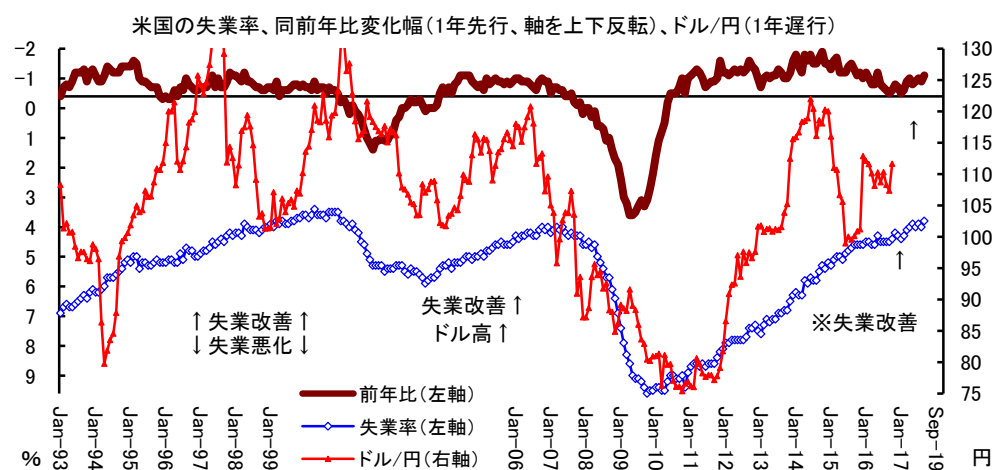
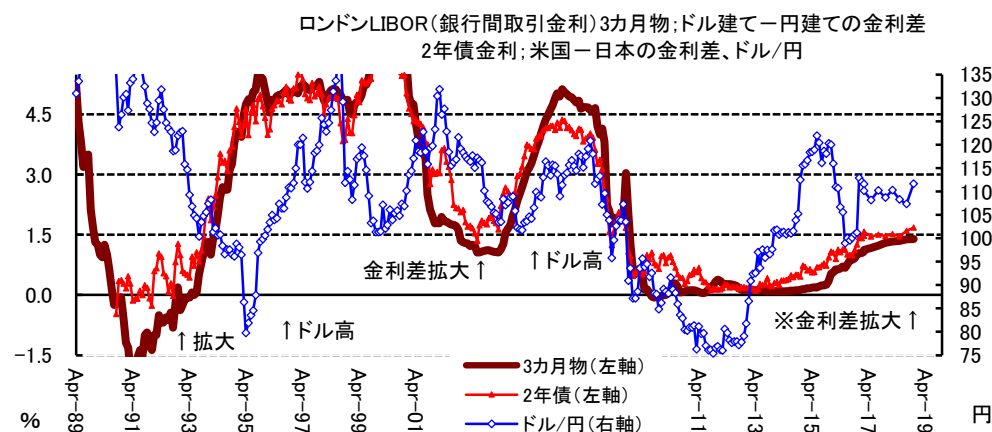
過去実績として米失業率の5%割れや前年比-0.7%の低下モメンタムにある局面では、翌年の年末にかけてFRBの利上げ継続と米債金利の前年比上昇、ドル/円で前年比ドル高という流れが担保されてきた。

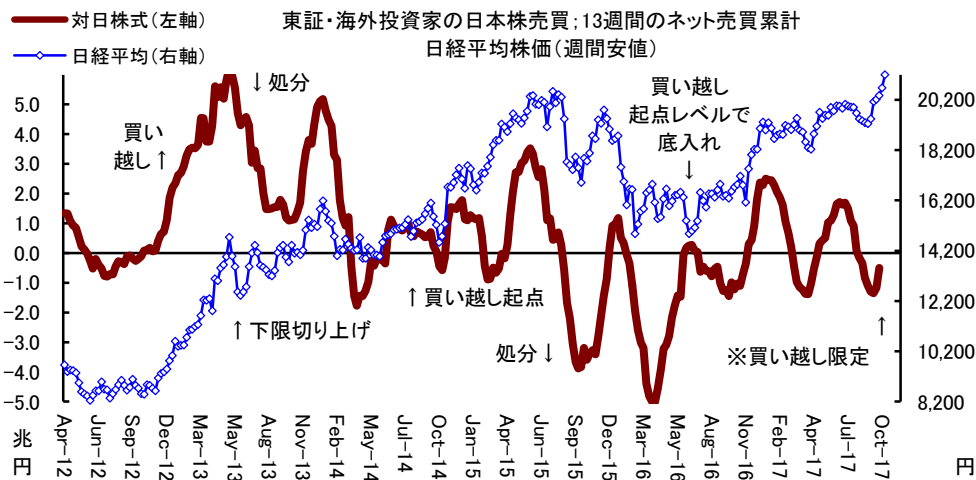
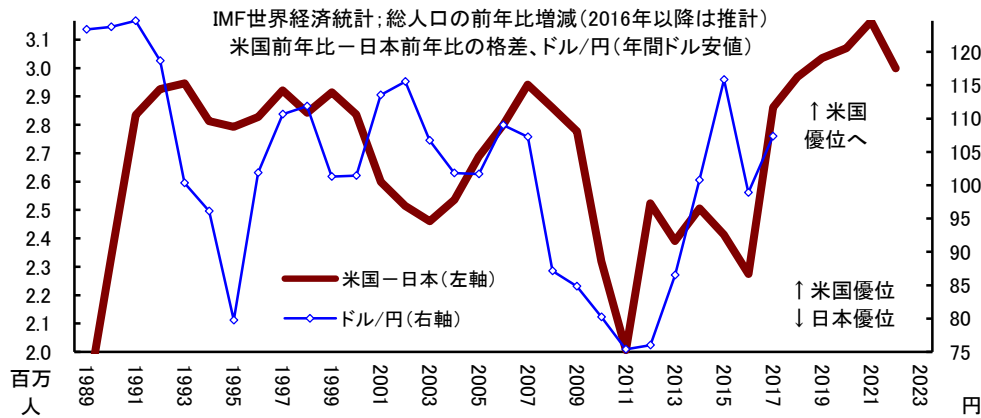
しかも長期保有の外債投資という点では、今後10-20年のスパンで「日本の人口減少」と「米国の人口維持」という逆行乖離現象が等加速度的に広がっていく。為替相場でのドルの水準や米長期債金利の水準ともに、現状比では日本の円と金利に対して先高となる可能性がある。IMF経済統計ベースでいえば総人口の前年比格差（米国の前年比-日本の前年

比）は、ちょうどドル/円でドルが底入れした2011年の+202.6万人を直近最低として米国優位が拡大していく。推計予測ベースでは2017年が+288.1万人であり、2021年の+318.5万人まで前年比の人口増減の米国優位モメンタムが定着すると見られている。

国内勢による外債投資のバッファーとなる日本株の動向についても、下値余地の軽減と下限切り上がりが見込まれ始めた。先行き急激な外国人買いの反動剥落が警戒されるものの、今回の外国人買いは日経平均株価が2万0363円から2万0721円で推移していた10月2-6日週から本格点火されている。

過去の日本株の外国人主導による上昇ケースでは、その後の反動処分などによる株安局面でも、外国人買いの起点レベルが、「行って来いの処分売り一回転」による底値メドとなってきた。その意味で今後の外国人による処分売り転換でも、よほどの悪材料が出てこない限り、日経平均2万円の前半が下値メドとして切り上がる可能性を秘めている。





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自身でお願いします。