

世界で低金利修正、広義の円キャリー胎動

対円で高金利通貨高、世界成長と円金利格差は 11 年ぶり

2018/1/24

世界的に超低金利が修正されるなか、相対的に低金利が続く円の調達・借入によるグローバルな高リターン資産投資という広義の円キャリー取引が胎動してきた。為替相場では年初からのドル安・円高でも対円では高金利通貨や先行き金利上昇の余地がある欧州通貨などが上昇している。IMF による世界成長の見通しは 2017 年から 2019 年にかけて 3% 台後半が予測されており、日本の 10 年債金利との格差は前回の円キャリー拡大局面である 2007 年以来、11 年ぶりの乖離幅が定着する公算となってきた。

2019 年にかけて世界の安定成長維持、円調達支援

「2016 年中盤に始まった世界景気の循環的な回復は勢いを強め、2017 年には 2010 年以降で最も広い地域で同時に成長が加速した。2017 年に +3.7% へ加速した成長の勢いは、2018 年と 2019 年にも継続すると予測され、両年ともに見通しは +3.9% に上方修正された」――。

IMF は 22 日、最新の世界経済見通しでこのような解説を行っている。あくまで見込みと予測段階ながら、3 年連続の 3% 後半以上としては 2005 年の 4.9%、2006 年の 5.5%、2007 年の 5.3% 以来の安定持続が見込まれている。2005－2007 年といえば、為替相場で円調達キャリー取引が活発化。ドル/円、クロス円で円全面安が進み、ドル/円は 2005 年の 101 円から 2007 年には 124 円方向にドル高・円安が加速された実績を有している。

当時とは複合的に環境が異なるとはいえ、2005－2007 年に日本の 10 年債金利は年間の最高ベースで 1.6% から 2.0% 前後で推移していた。そのため「世界成長率－日本の 10 年債金利」の格差は、3.2% から 3.6% 前後といった拡大幅になっている。世界経済の成長率は、世界の長期債金利や企業収益伸び率、資産価格の上昇率などの一つの平均的な基準ベースとなるものだ。

ひるがえって 2017 年に日本の 10 年債金利の最高は 0.15% にとどまっており、2017 年の世界成長見込みである 3.7% との格差は 3.5% 前後となっていた。さらに 2018 年と 2019 年の世界成長見通しは 3.9% であり、当面は 2005－2007 年時以来の乖離幅が定着する可能性がある。今年に関していえば、1) 約 10 年ぶりの世界的な需給ギャップ改善、2) 米国や中国などを始めとした世界各国での金利上昇、3) 一方での設備投資やインフラ投資などへのリスクテイク拡大、4) 米国での金融規制緩和――といった流れが、低金利の円調達・借入れ・借換えと外貨転活用を後押しさせる可能性をはらむ。

米国での金融規制緩和に関しては、安倍晋三首相の経済ブレーンである浜田宏一内閣官房参与（米イェール大学名誉教授）が 2016 年 12 月、「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、米国での金融規制改革法による規制がそれを妨げている可能性もある。その意味で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」（産経新聞）という見通しを示している。

すでに年初からの為替相場ではドル安・円高圧力的一方、対円で高金利通貨や欧州通貨が上昇している（クロス円での円安）。昨年末からの対円スポット・リターンでは、23 日時点での上昇率上位にメキシコ・ペソ、ノルウェー・クローネ、ブラジル・レアル、英ポンド、NZ ドル、南アフリカ・ランド、豪ドル、ユーロなどが並んでいる。

金/円は 15 年以来の金高、対ドル以外で円安圧力

いずれも中央銀行による先行き出口戦略が想定される通貨や、2011 年前後からの世界的な低インフレと超低金利の反動修正的な「金利水準の正常化」余地の大きな通貨となっている。例えば豪州の 10 年債金利は 22 日に 2.88% に上昇し、昨年 11 月の 2.46% をボトムとして昨年 3 月以来の高水準までの回帰攻防に直面してきた。週足テクニカルでは、2011 年以降の長期下降トレンドラインの重要上限である 200 週移動平均線 2.76% を上抜け突破してきた。

同じように NZ10 年債金利も 23 日に 2.98% へと上昇し、昨年 10 月以来の高水準を回復してきた。こちらもテクニカルでは 40 週線（約 200 日）2.87% の上抜けと、40 週線の方向角度の上向き化という基調転換に直面している。その中で豪ドル/円や NZ ドル/円は、2015 年以来的の上放れ攻防に直面してきた。

もちろん、現在は対円以上にドルで高金利通貨や欧州通貨が上昇しており、ドル全面安から派生する円高の圧力は根強い。一方で米インターコンチネンタル取引所（ICE）によるロンドン銀行間取引金利（Libor）では、3 カ月物の「ドル建て－円建て」の金利差が前週に 1.74% 方向に拡大してきた。2008 年 12 月以来の金利差に修復されつつある。

少なくとも 2009 年以降に比べると、短期金融市場での資金調達面、あるいは投機的なドル/円取引のポジションを維持させるキャリーコストの面で、ドル売り（ドルショート）コストの上昇と円売り（円ショート）コストの低下というドル安・円高圧力の低減が見られている。1990 年代以降の過去実績としても、3 カ月物の米日金利差の拡大と連動してシカゴ

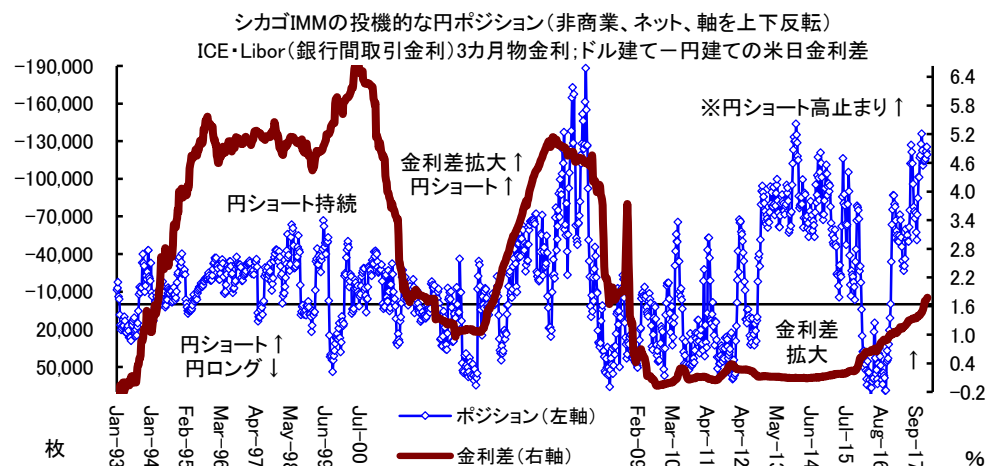
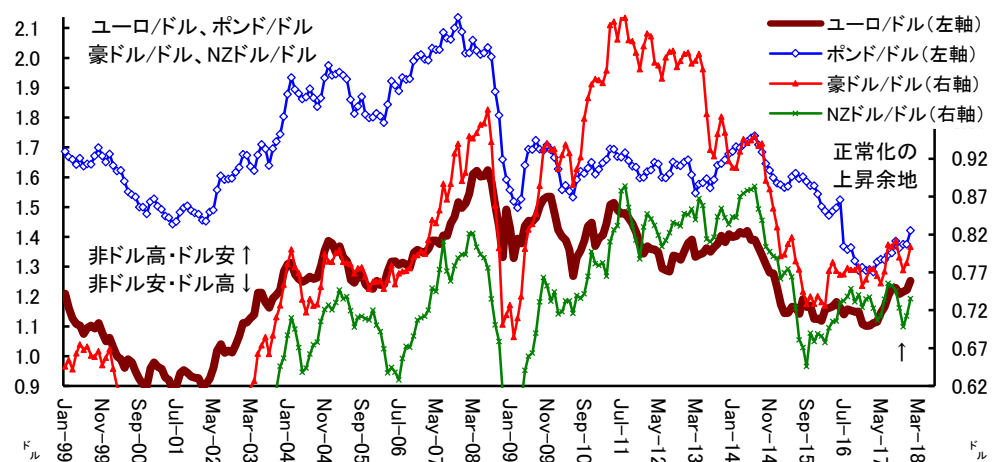
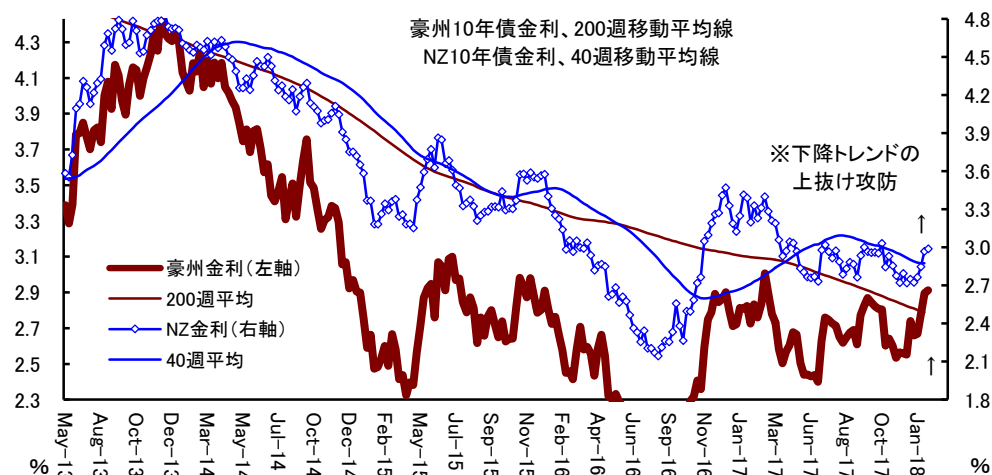
IMM の投機的な円ポジション（非商業、国際通貨市場）では、円ショート（売り持ち）の継続的な拡大トレンド入りが観測されてきた。

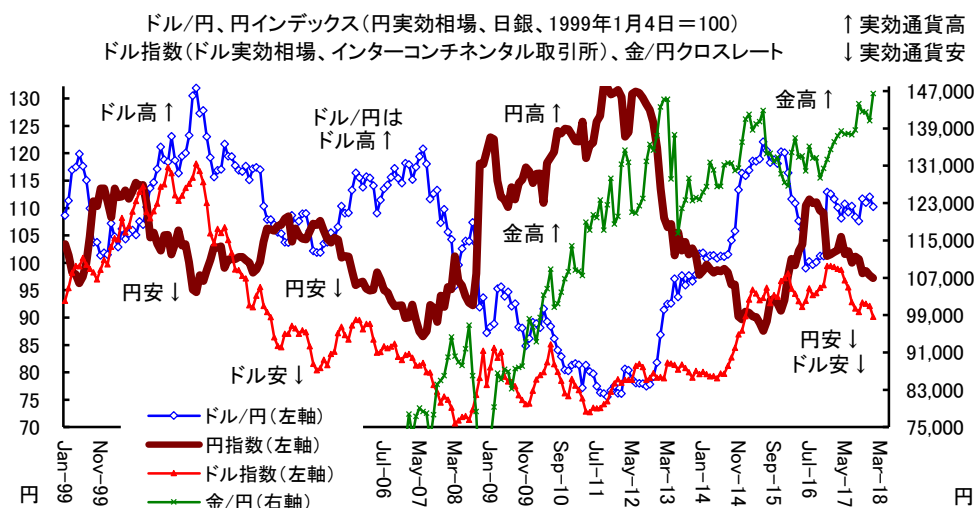
現在のように円ショート膨張が、短期調整的な円高を招く局面も少なくない。しかし、米日の金利差拡大場面では、根っこの円ショートの基調が維持されたままで、ポジション整理を挟みながらも回転が効きながら中長期スパンで円ショートの高止まりが定着するパターンが繰り返されている。

実際、年初以降はドル安と同時にドル以外では円安基調が維持され、日銀算出の円インデックス（円実効相場、1999年1月4日＝100）は円高が抑制さ

れている。1月の月間最高は19日時点で97.2となっているが、2015年12月から2016年1月以来の円安水準が維持されたままだ（数字が小さいほど円安、直近最高は2016年7月の111.56）。2015年の年末前後にドル/円は115－123円で推移しており、現在は円の総合力で同時期以来の円安水準となっている。

同時進行で金相場の対円レート（金/円）では、1月から金が2015年6月以来の高値を更新してきた。金上昇・ドル安と同時に金に対して円も価値が低下しており、ドル安から派生する円高圧力を制御させるとともに、安全逃避などによる円買い圧力の減退が示唆されている。





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ご自身でお願いします。