

ドル実効相場、一旦の底入れ機運

米利上げ織り込み再開、国際分散一服、米輸出増

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/2/26

為替相場ではドルの先安リスクが根強いものの、ドルの総合力を示す実効相場では一旦の底入れ機運が見られ始めた。ドル安の一因となってきた「米FRBの利上げ織り込み進捗」は新たな織り込み余地が生まれつつあるほか、年初以降の季節的な国際分散投資や世界の外貨準備高マネーの資産構成調整などに伴うドル売り・非ドル買いも鈍化してきた。一方でドル安は米国からの資源輸出を拡大させており、米国以外の通貨高打撃・物価抑制・中銀の出口慎重化との裏表でドル全面安に歯止めを掛けていく。

米2年債が前年比+1%、過去はドル高に先行

「(米国と欧日など他国との)金融政策の収れんを早く織り込み過ぎることで、市場は間違えることになるだろう。今年の米インフレ率は市場の想定を上回る水準に上昇する公算が大きく、他のG10各国との比較で米国のインフレ率が高めになるとの認識が正しければ、ドルは強含んでいく」――。

米金融大手バンク・オブ・アメリカ(BofA)メリルリンチ・グローバル・リサーチは21日、顧客向けレポートでこのような見通しを示した(ブルームバーグ)。

現状ではこうした見立ては少数派ながら、年初からのドル安の一因となってきた「FRBの当座の利上げ織り込み一巡」については微妙な変調が見られている。21日のFOMC議事録を受けて、年内利上げの3回以上の可能性や来年以降の利上げ幅拡大といった新たな織り込み余地が生まれ始めた。

その中で政策金利のFFに先行する米2年債金利は、21日に2.27%とリーマン・ショック時である2008年9月以来の高水準に切り上がっている。FRBの先行き利上げ幅と一定の相関性がある2年債の前年比(52週前比)変化幅では、週間最高ペースで+1.03%へと上昇してきた。昨年6月から今年1月12日週までは利上げペースの鈍化や当座の利上げ織り込み進捗を示唆する形で、+0.5%から+0.7%台でのレンジ横這い化が続いてきたが、2月23日週からは2006年7月以来となる「前年比+1%超え」へと上昇ペースが加速されている。

2006年7月といえば、結果論としてFRBは1年後の2007年8月までFF金利の高止まりを維持させた。同時進行でドル/円は2006年7月の113円前後から、1年後の2007年7月には123円方向にドル高が進行している。当時の米2年債金利の「前年比+1%超え」は2004年11月から始まったが、ドル/円は2カ月後にあたる2005年1月の101円前後でドルが底入れ反発となった。その前では1999年9

月以降や1994年3月以降、1988年11月以降などで「2年債金利の前年比+1%超え」が定着したが、いずれも1年後にかけてドルが反転上昇した実績を有している。

また、年初からのドル安に関しては、年明け新規資金配分での米国内外のマネーによる国際分散投資も影響した。実際に米投信協会(ICI)の米国ミューチュアル・ファンド(投信)資金フローでは、1月10日週から2月14日週にかけての6週間で、米国以外の「世界株型」に+247.26億ドルの純流入が観測されている。6週間の累計では、2015年8月以来の高水準に及んできた。

しかし、過去に年初の新規資金配分で「世界株型」への純流入が急増したケースでは、2014年が2月12日週、2013年が2月13日週、2007年が2月7日週に年初からの最高を記録し、その後は純流入額が頭打ちとなる季節パターンが見られている。今年も2月後半を迎え、一旦のピークアウトが注目されやすい。

米国の原油輸出が前年比2倍、過度なドル安制御

実際に需給変化を示唆する形で、MSCI世界株指数(ドルベース)では「米国を除いた先進国株」の年初株高ペースが失速している。年初以降には米国マネーを中心とした資金流入もあり、1月25日には年初来+6.23%まで上昇する場面があった。しかし、その後は米国株発の市場混乱もあって反落に転じ、2月22日には-0.17%とマイナス転落となっている。同日に米国株指数は+1.22%とプラス化を維持しており、米国株以外への国際分散のメリットが剥落しつつある。

しかも「米国を除く先進国株」は日足テクニカルで、一目均衡表の雲の下限や75日移動平均線といった重要な抵抗ラインを割り込んできた。2016年12月以降では初の下抜け現象となっている。過去実績として同指数の調整下落は、日本でリスク回避の円高・株安に作用するケースがある一方、ドル実効相場自体は、1)米国からの国際分散流出の歯止め、2)米国マネーの本国回帰、3)他国株比での米国株の魅力増大――などを通じてドルがサポートされてきた。

その他、年初ドル安の季節要因としては、世界の外貨準備高(外準)マネーによるポートフォリオ調整も指摘されている。昨年からの世界貿易改善や資源相場の上昇などで、新興国を中心に外準が再増加となっており、そのリバランスが2014年以降のドル全面高・米債価格上昇などで評価額が膨らんで

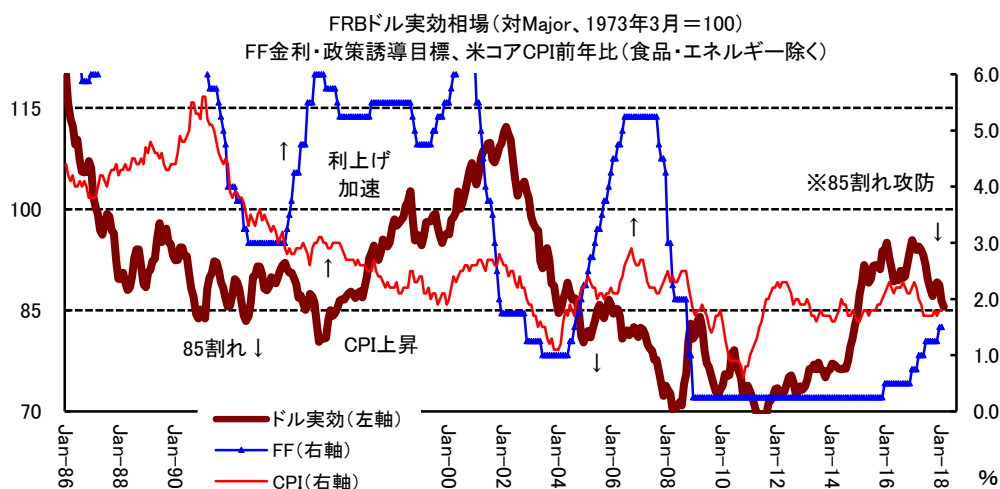
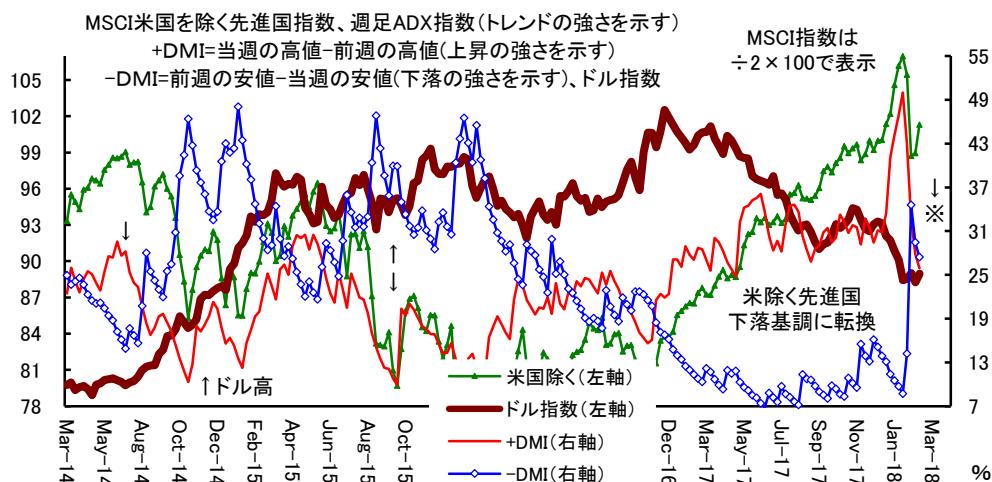
たドル外準の削り込みと、金やユーロを含めた他資産への分散につながっている。とくに今年の年初には1月15日にドイツ連銀（中銀）が「外準の一部に中国人民元を組み入れる」と発表したほか、その前後でフランス中銀による人民元の保有開始も明らかになった。

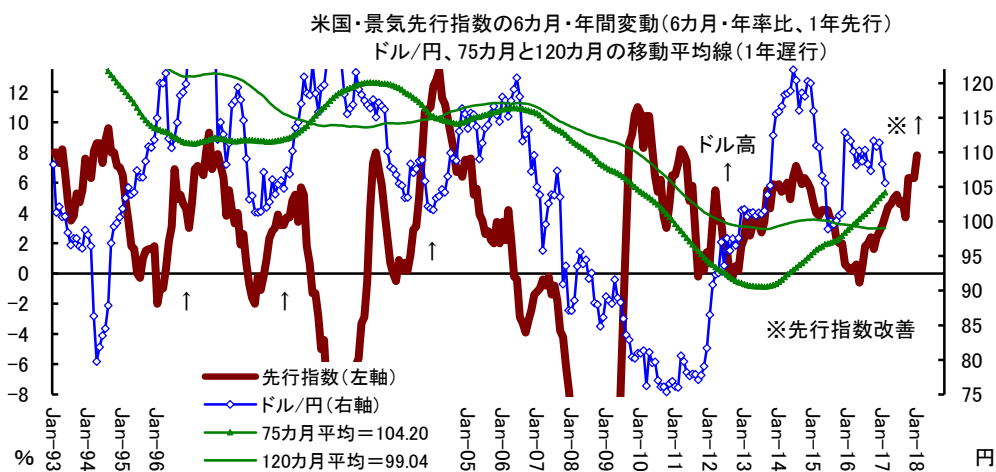
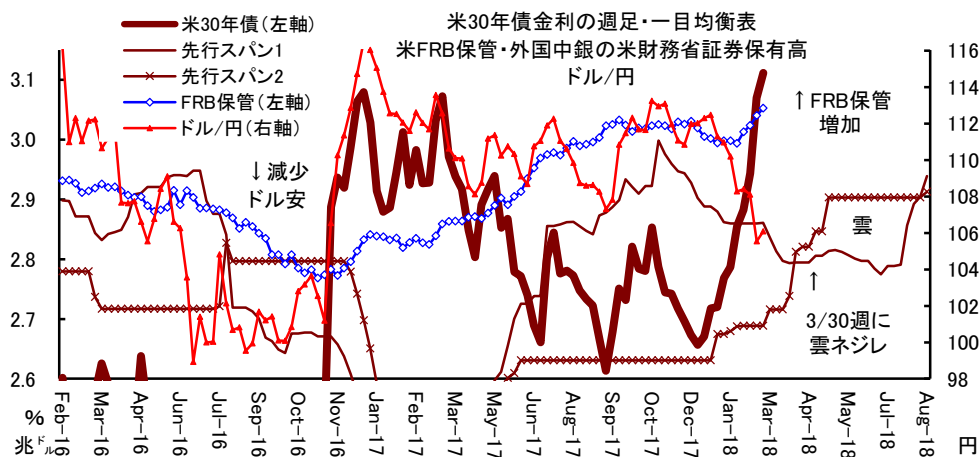
しかし、米FRBが代理保管する外国中央銀行の米財務省証券保有高は、最新2月21日週時点で3兆0724億ドルとなっている。前週比では+123億ドル増であり（前週は+167億ドル）、4週連続での増加となっている。最近では過去最高となった昨年9月20日週の3兆0525億ドルから頭打ちと減少が続いてきたが、1月24日週の3兆0134億ドルを直近ボトムとして改めて過去最高水準へと再増加している。世界の外準を含めた海外公的マネーによる米国債圧縮とドル売りの一服を示唆するものだ。

また、為替相場でのドル安は、世界的な資源需要の復調とあいまって米国からの資源輸出を支援している。引き続き米国の保護貿易政策によるドル安リスクは残る反面、経常需給面ではドルの底割れを回

避させるものだ。米エネルギー情報局（EIA）が22日発表した2月16日週の原油輸出量は日量204.4万バレルとなり（前週は132.2万）、昨年10月以来の200万超えに急増した。米政府による原油輸出の解禁などの影響が大きいとはいえ、年間を示す52週間の累計では12月後半以降、前年比2倍という大幅増の基調が定着している。

米国ではこうしたドル安による景気刺激効果もあり、米コンファレンス・ボードの1月景気先行指数が前月比で4カ月連続の上昇となった。モメンタムを示す「6カ月・年率比（6カ月の年率換算成長率）」は+7.8%となり、10月から12月の6.3%という踊り場横這いから上放れしている。2014年7月以来の高水準となっているが、当時のドル/円は同月安値の101円から1年後の2015年6-8月にかけて125円方向へのドル高トレンドが運行点火されている。過去にも6カ月・年率比の動向はドル/円に6カ月から1年の先行性を有してきたケースがあり、米国景気の先行き改善持続も過度なドル安の歯止め要因として注目されよう。





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。