

円金利の低位長期化へ、外債投資余地

米国は19年まで成長持続、国内は複合リスクで運用難

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

2018/3/23

国内では円高や政治混迷などで金利の低位長期化観測が再燃しており、新年度に向けて消去法的な外債投資の拡大余地は無視できない。現在は為替ヘッジコスト上昇や円高リスクなどが障害になっているが、21日の米FOMCでは米国の実質成長率が今年+2.7%、来年+2.4%という成長持続の見通しが示された。今後2年間は2%半ばの安定成長が見込まれ、日本の長期金利との相対格差の過去実績でいえば来年にかけて前年比ドル安制御が支援されやすい。国内では来年にかけて複合リスクによる運用難も想定される。

河野政権なら麻生・菅氏が影響力、脱デフレ不変

「国内政治では森友学園問題により、麻生太郎財務相に引責辞任の圧力が高まっている。しかし、麻生氏は自らの手で弱小派閥から自民党第2派閥へと成長させた麻生派（志公会）への思い入れが強く、辞任カードは麻生派の影響力を一段と増強させる形で上手く利用するだろう」――。

ある内閣官房の関係者はこのような指摘を行う。麻生氏自身も「自らの辞任を高く売って、安倍政権や自民党に恩を売る」（同）形で、9月の自民党総裁選などでキングメーカーの立場を狙っていくと見られている。

政策面でいえば、麻生氏辞任はアベノミクスの終焉イメージを高めてしまう。一方で麻生氏は総経歴のあとに大蔵大臣（現財務相）を務めた先人として高橋是清氏を強く信奉しており、「自らは平成の高橋是清として、平成デフレの克服功労者となって歴史に名前を残す」ことに強い執念を燃やしてきた。2013年にはデフレ対策について、麻生氏自ら「1930年代に発生した昭和恐慌の際の高橋是清蔵相の対応策をモデルにしている」と明言している。

その意味で麻生氏や麻生派が影響力を残せば、9月の総裁選に向けては安倍晋三首相・総裁の3選支持にせよ、あるいは麻生派の河野太郎外相を擁立にするにせよ、「脱デフレの完全達成を第一の支援条件にする」（同）との見方が強い。今後、自民党総裁選に向けて安倍政権や自民党の支持率が大きく低下するようなら、「来年の参院選の顔」として河野太郎氏の擁立論が本格浮上する可能性は残されている。

その河野氏は麻生氏だけでなく、同じ神奈川選出議員として菅義偉官房長官とも関係が深い。河野氏は自民党内や霞が関官庁に対する基盤が乏しく、「いくら菅氏への逆風が強まって、菅氏を頼りにせざるを得ない」（同）と見られている。菅氏もデフレ完全脱却には極めて思い入れが強く、政権混乱でも麻

生氏や菅氏が一定の影響力を温存できれば、基本的な物価2%目標を含めた脱デフレ実現と日銀への協力圧力は続くと思われる。

それ以前に現在はこうした政治リスクのほか、円高などで日銀には緩和継続の圧力が再燃してきた。2019年の消費税増税や五輪特需の剥落始動リスクなどを踏まえても、日銀による出口戦略の地ならしは改めて後ズレしている。国内の長期投資家にとっては、超低金利の長期化といった運用環境難が続く。長期金利の先行き低下圧力を示唆する形で、30年物と10年物の金利差は1月中旬から縮小方向に向かい始めた。過去実績では円金利の先行き低下につながり、ドル安・円高圧力の緩和につながっている。

来年まで米成長と円金利の格差拡大、ドル安制御

一方、米国経済の来年2019年に向けては、21日のFRBによるFOMCで米国の実質GDP成長率伸び率が、今年+2.7%（前回+2.5%）、来年+2.4%（+2.1%）と上方修正された。パウエルFRB議長は通商対立の問題が下振れリスクになると警戒感を示したが、「通商リスクを勘案して、今年の利上げ回数の見通しは据え置いた」との見方も強い。そうすると通商リスクは、「あくまで今年11月の中間選挙までの政治要因」と見なしている可能性もあり、来年にかけては減税効果や歳出拡大、ドル安の累積効果などで安定成長の実現確率が保証される。

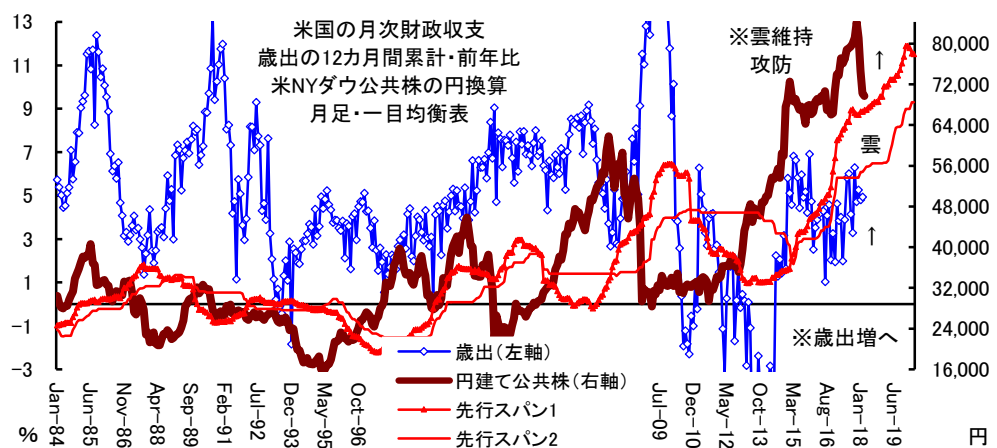
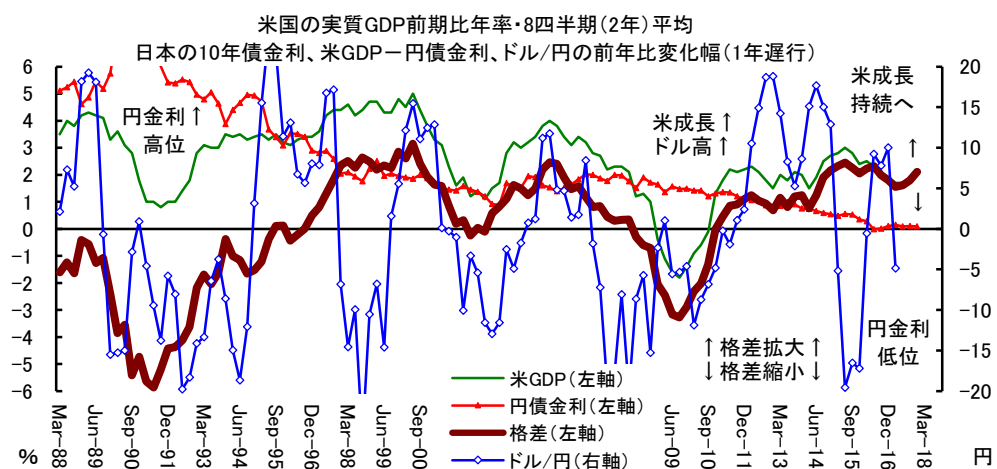
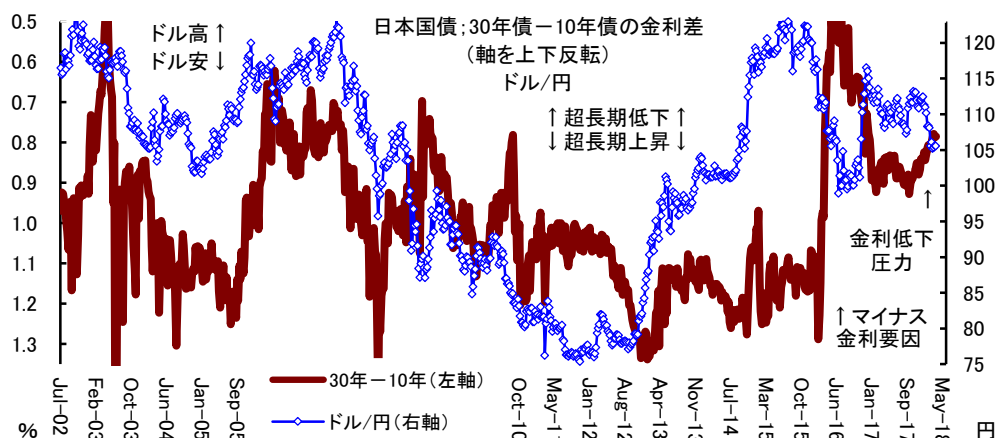
来年にかけての米国の安定成長持続と利上げ継続は、国内からの外債投資を支援するものだ。もちろん、現在は米国発の貿易戦争リスクやドル安・円高圧力、為替ヘッジコストの上昇などが、為替ヘッジ付き、為替オープン両面で外債投資の障害になっている。それでもFRBの米国実質GDP見通しは今年から来年にかけて+2.7%から+2.4%となっており、平均で+2%半ばの安定成長が見込まれる。日本では10年債金利のゼロ%近傍での低位横這いが長期化する可能性があり、単純に格差は2%前後の開きが長期継続していく。

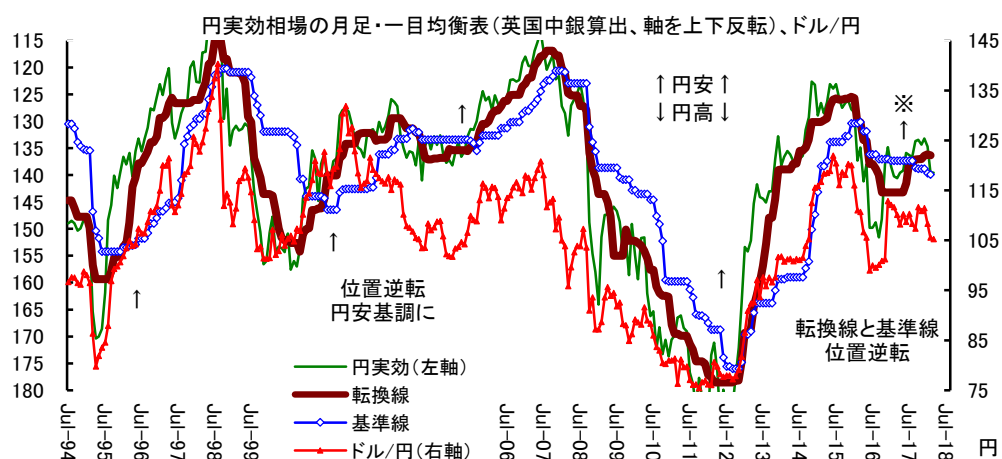
過去に米国の実質GDP前期比年率と日本の10年債金利の格差が2%超で定着したのは、2014年10-12月から2016年4-6月という期間があった。当時のドル/円の前年比変化幅では、2014年10-12月から1年間、前年比ドル高が維持されている。その前では2004年後半から2005年にかけてや、1997年から1998年半ばにかけて2%超の乖離幅定着が見られたが、いずれも前年比でのドル高やドル下げ渋りが同時観測されてきた。

国内から米国向けの長期投資でいえば、米国債に

近い高配当利回りの「NY ダウ公共株（公益株）指数」は円換算ベースで 3 月 21 日までの 3 カ月間で－12.07%の大幅下落となる一方、3 月の月初来では＋0.67%とプラス転換となってきた。米国での株安やドル安・円高の中でも、円換算では 2 月 8 日からは下げ止まりと底這いに移行し、2015 年から 2016 年にかけて 2 年間に長期横這い化した重要抵抗ラインでの下値固め攻防に直面している。今後の米公益株はFRBによる慎重なペースでの利上げ持続や、財政出動の効果、貿易戦争からの距離などが長期投資での支援材料になりやすい。

その他、現在は過去の円全面高とは異なり、米国以外の中央銀行による出口戦略などで実効相場ベースでの円高が抑制されている。中国人民元も、資本流出対策や米国配慮、インフレ対策などで、過去比では安定化が維持されたままだ。ドル/円は 2016 年 11 月以来のドル安・円高水準となっているが、英国中銀算出の円実効相場（1990 年＝100）はまだ 2017 年 6 月時の円高水準にとどまっている。その円実効相場では、長期トレンドで参考になる月足テクニカルで、一目均衡表の転換線が上から基準線を下抜けるという、円の下落方向のシグナルが点灯してきた。





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。