

世界減速と裏表で米輸入減、ドル下支え

不均衡是正策と米内需鈍化、安全逃避で米資産逃避も

2018/11/26

世界減速と裏表で米国の輸入に減少兆候があり、米国の経常赤字縮小などを通じてドルの下支え要因となりやすい。米国の輸入減は貿易赤字削減策と米国の内需鈍化、資源急落などが影響しているが、一方で中国などの非米国は世界減速でも従来のような通貨安と米国輸出依存による景気対策は封じ込まれており、米国の不均衡是正とドル安定化の持続的な潮流固めが支援されていく。現在は国際金融市場での安全逃避にあつて、金利が復活している米国の短期流動性資産への滞留もドルをサポートしている。

米3カ月物金利がインフレ率を凌駕、ドルに妙味

「米国の株式投資家は近年、素晴らしい利益を上げてきたが、現金（短期流動性資産）のインフレ調整後リターンがプラスになった現在、リスクを減らすのが賢明かもしれない。株式へのエクスポージャーを維持しながら、現金の配分を増やすべきだ。株式との比較で現金が競争力のある資産クラスとなるのは、長年なかった現象となっている」――。

米金融大手ゴールドマン・サックスのストラテジストは19日、顧客向けレポートでこのような推奨を行っている（ブルームバーグが引用紹介）。ここで言う現金資産とは、米国での現預金やマネー・マーケット・ファンド（MMF）、短期国債などを指すと見られ、米FRBが来年にかけて利上げを続ける限り、こうしたドル建ての短期流動性資産は「投資妙味を増す」（同）可能性があるという。

米国のインフレ率でいえば、コアPCE（個人消費支出）デフレーターが最新9月に前年比+2.0%となった。2012年以来の高い伸び率を回復している。一方で米国の3カ月物・短期国債（財務省証券）金利は11月20日に2.38%超え場面があり、こちらは2008年1月以来の高水準となってきた。結果、実に2008年1月以来となる「3カ月物金利の物価・前年比超え」となっている（＝インフレ調整後プラス）。前回は2004年10月から金利が上振れとなったが、ドル/円は当時のドル安局面から直後の2005年1月にドルが底入れ反転となり、2007年にかけてドル高トレンドが定着するなど、ドル資産にとってはプラスの材料となりやすい。

同時に現在は米国の経常・貿易赤字の主因である輸入の増加傾向が、減少へと向かう兆候が見られ始めた。直近9月の貿易統計では輸入関税の引き上げ本格化を前にした駆け込みもあり、高水準の輸入が続いたが、最新10月分の米ISM製造業景況指数では「輸入」が54.3と前月の54.5から低下した。6月の59.0を直近最高として、頭打ちが示唆されている。

米エネルギー情報局（EIA）による石油在庫統計でも、石油輸入総計、石油製品輸入ともに7-8月を直近最高として減少へと転じている。米国の全体的な輸入減少については、1) トランプ政権による貿易赤字削減策の実行努力、2) 米国内での金利上昇や株安、減税息切れなどによる内需鈍化、3) 商品相場の急落を受けた資源素材関連の輸入価格下落――などが先行き支援材料となりやすい。現在の世界減速自体が、中国など非米国による「米国向け輸出の減少リスク」を一因としている。

過去の世界減速局面では、中国などの新興国を中心として通貨安競争や輸出テコ入れ競争が繰り返され、各国による米国への輸出依存傾向が強まった。しかし、現在は米トランプ政権が通貨安誘導や米国向け輸出頼みに対して監視・牽制を強化させつつあり、各国ともに従来型の「米国依存による世界減速緩衝策」は封じ込まれてしまう。

結果、裏表で米国の貿易不均衡（経常赤字）是正とドルの安定化が、持続的な潮流変化として後押しされていく。同時並行で米国では中間選挙での民主党による下院過半数奪回を受けて、もう一つの潜在ドル安材料である追加減税を含めた財政赤字の無尽蔵拡大にも歯止めが掛かってきた。

「世界減速で米国底堅さ」でも米輸入抑制の変調

世界減速についてはOECD景気先行指数で加盟国総計が最新9月に99.50となり、2017年11月の100.37を直近最高とした循環減速が先行確認されている。一方で地域別の米国は99.85と底堅さを保ち、加盟国総計を6カ月連続で上回った。

1990年代の過去実績として、世界減速下での米国の底堅さは他国からの対米輸出と米国の輸入を増加させ、為替相場ではドル安の圧力が強まってきた経緯がある。ひるがえって現在は、米ISM製造業指数の輸入が前年比で今年1月をピークに低下傾向にあるなど、従来の循環構図が変調してきた。そうした貿易構造を巡る変化も一因となる形で、現在の世界減速や世界株安の中にあつて、「リスク回避の円高」よりは「安全逃避のドル高」が相対優位になっている。

安全逃避のドル買いでいえば、米国の投信（ミューチャル・ファンド）の枠組み内で、米国内外からの逃避・滞留資金の受け皿となっている米マネー・マーケット・ファンド（MMF）の資産残高が増加傾向にある。米ICI（投資信託協会）によると、11月14日週には2兆9199億ドルと前週比+123億ドルの4週増加となった。直近最低である7月25日週からは

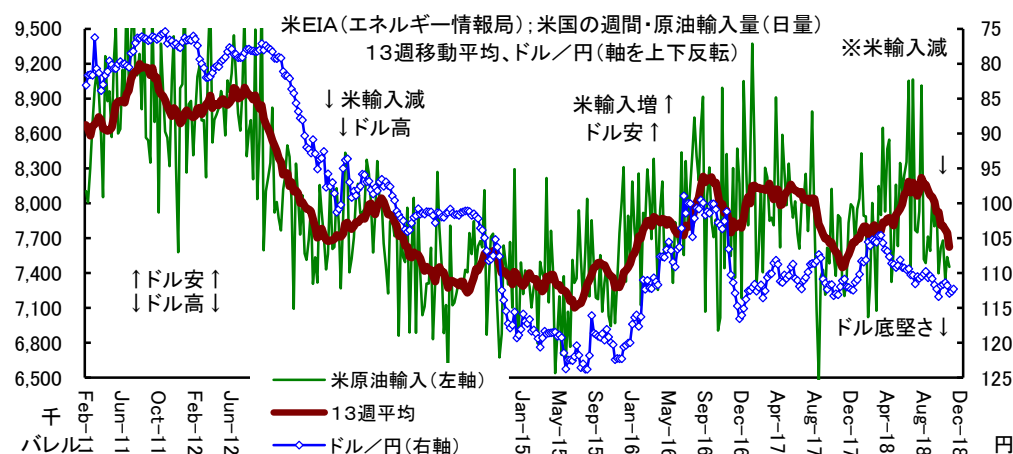
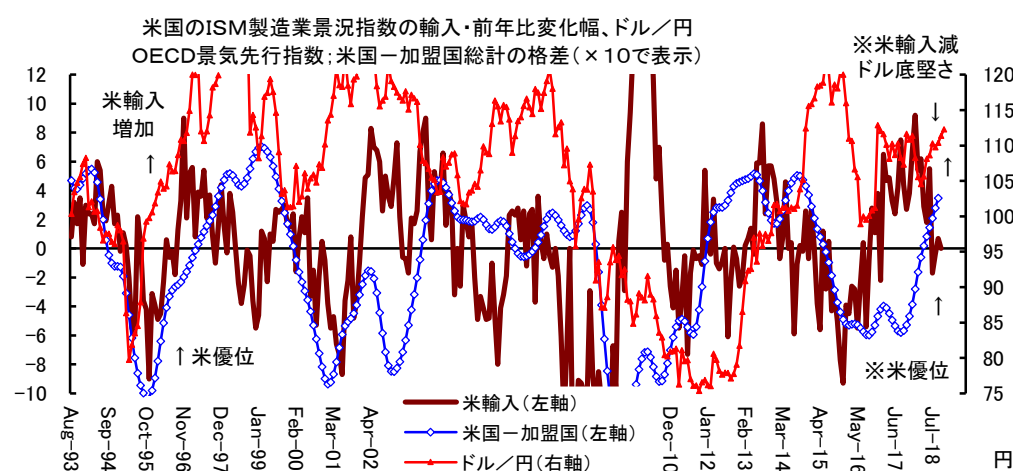
＋773 億ドルの増加となり、2010 年 4 月以来の高水準に急増している。

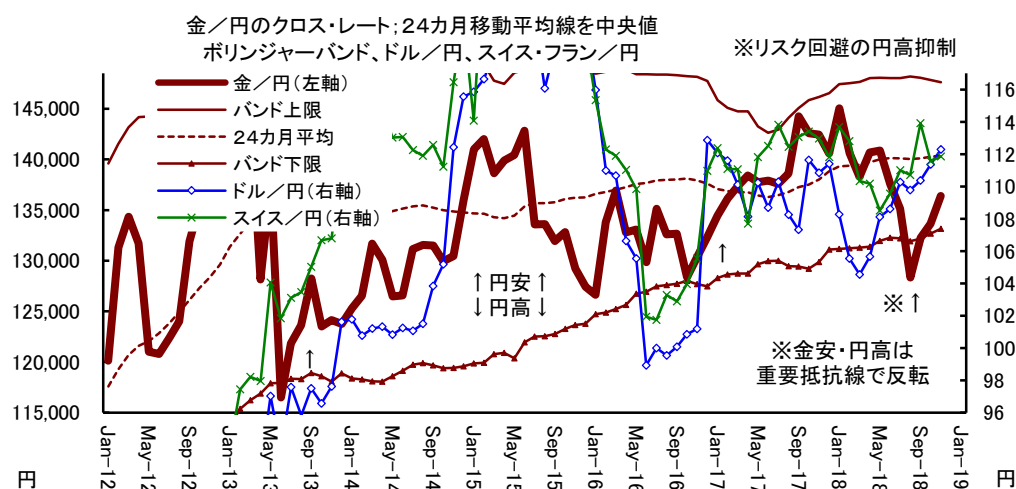
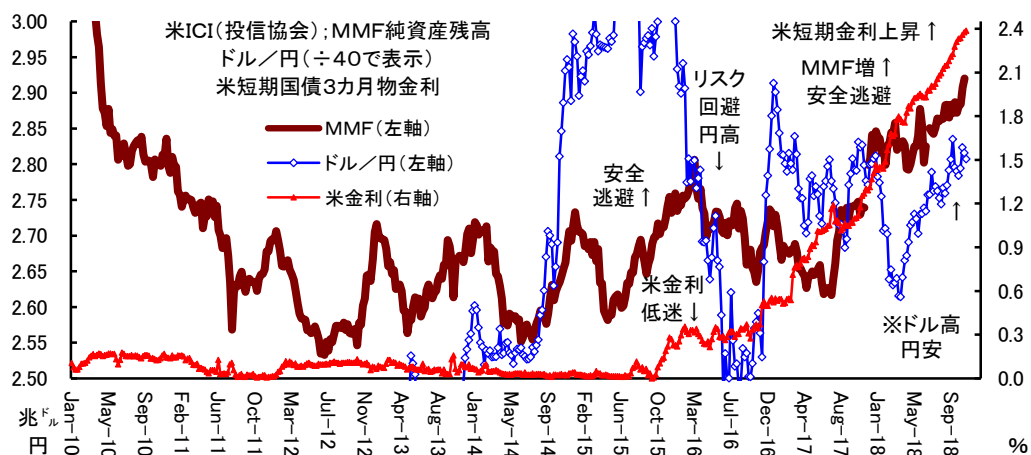
2010 年から 2017 年までの世界株安局面では、安全逃避による米国の MMF シフトなどでも、米国での金利の低さがドル高よりも「リスク回避の円高」を優勢にさせてきた。しかし、現在は米国の短期金利である 3 カ月物金利が 2.37% や 2.38% へと切り上がる一方、日本では－0.3% 前後とマイナス圏に沈んでおり、僅か 3 カ月物でも米国と日本の金利差が 2.3% 以上に拡大している。

こうした短期金利差の拡大はドル/円に対して、1) 安全逃避の場合の短期ドル資産の相対魅力を高める、2) 短期投機筋がドルショート（売り持ち）ポジションを持続的に拡大させる場合、キャリーコストが上昇する、3) 日本勢による為替ヘッジ型・米債投資のヘッジコストを上昇させ、為替ノーヘッジ型の米債投資を後押しさせる——といった影響をもたらし、リスク回避でもドル安・円高の制御やドルの底上げ

へと作用している。

その他、11 月以降はリスク回避相場にあって、円は同じ安全資産であるドルだけでなく、スイス・フランや金相場とのクロス・レートでも劣勢下落にある。背景としては日本と海外の金利差拡大のほか、日本企業による外国企業の合併・買収の増加継続（M&A、レフコ調査では 1－10 月に約 16 兆円）、日本の輸出減と輸入増による貿易赤字化、日本の輸出企業による貿易摩擦などを警戒したドル売り予約の前倒し進捗、日本企業による貿易摩擦対策としての米国現地生産拡充と国際サプライチェーン（供給網）の再編投資などに向けたドル需要、国内銀行の海外向け融資急増に伴うドル需要、日銀による国債買い占めや短期マイナス金利政策などを受けた海外マネーの円資産逃避減退、日銀の量的緩和継続と米 FRB の量的緩和縮小を受けた円余剰・ドル不足——などが想定される。





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。