

ドル/円、季節的な年度後半の円高攻防へ

2018/12/26

米債価格上昇、貿易赤字、減速終盤などが円高制御

為替相場のドル/円は、国内の年度末3月決算に向けた季節的な円高の攻防が始動してきた。例年、12月後半で米国企業による決算対策や各国金融機関による年越えドル調達といったドル需要が一服となる一方、日本の年度末決算に向けて円転需要が漸増することで、年度後半にかけてはドル安・円高の圧力が強まりやすい。ただし今年度に関しては米国債価格の上昇（金利は低下）による外債差損抑制や貿易収支の赤字化、世界循環減速の終盤入り、短期ドル金利の高止まりなどが過度な円高を制御させる。

消費増税へ国策厳戒態勢、当座は春闘賃上げ重要

「(12月17日以降) 株式・為替市場ともに変動が高まり、気になる部分が正直あった。さらに動揺が深まった場合は適切に対応する」――。

財務省の浅川雅嗣財務官は20日、財務省・金融庁・日銀による市場動向に関しての幹部会合を踏まえてこのような説明を行った。同会合は菅義偉官房長官によるトップダウン発案のもと、2016年3月から市場混乱のたびに開催されているものだ。ちょうど安倍政権は来年10月からの消費税増税断行を前提とした経済対策を取りまとめている最中であり、現状から来夏に向けた「国策的な景気悪化回避の厳戒態勢入り」が示唆されている。

しかも安倍晋三首相は同じ20日、大手企業の冬季ボーナスが過去最高となったことを踏まえて、「来春の賃上げはこれ以上の勢いでよろしく願いたい」と期待感を示した。来春は官製春闘が自粛される方向となっているが、消費増税10%化の軟着陸には春闘での「+2%増税」に耐え得る賃上げ率が必要不可欠となっている。当座は2-3月の春闘サバートの意味合いでも、財務省・金融庁・日銀による円高・株安の阻止に向けた努力強化が注目されやすい。

一方で為替相場では米株発の世界株安激化もあって、改めてリスク回避の円高圧力が高まってきた。ドル/円は季節アノマリーとして2013年以降、「12月の中下旬からドルが頭打ちとなり、日本企業の年度末3月にかけてドル安・円高圧力が強まる」というパターンが目立っている。現在はアルゴリズムやAI（人工知能）取引の影響力が強まっており、過去数年の季節変動実績をトレースしたドル売り・円買い仕掛けが強まりやすいという要因もある。

季節的な12月中下旬からのドル安・円高アノマリーとしては、1) 最近ではFRBによる利上げが「年末12月の実施」で短期的な出尽くしとなっている、2) 米国の多国籍企業や各種ファンドなどによる年

末決算に向けた海外収益のドル転回帰がピークアウトしていく、3) 非米国の金融機関による年越えのドル調達需要が剥落していく、4) 入れ替わる形で日本企業による3月決算対策としての円転需要が強まる――といった背景がある。

さらに米FRBによるマネタリーベースに関しても、1-3月は季節的な資金供給増加のほか、保有する米国債の満期償還の規模要因もあってか、伸び率が増加したり、伸び縮小が鈍化する傾向が目立っている。同時進行で米国の1-3月経済指標は、年末商戦の反動剥落や寒波などで下振れしやすい。いずれも季節的なドル安材料となるものだ。

ちなみに最近の12月以降のドル/円では、2017年12月が12日に月中ドル高値で、2018年3月26日にドル底入れ、2016年12月が15日ドル高値で2017年4月17日にドル底入れ、2015年12月が2日ドル高値で2016年6月24日にドル底入れ――というドル安パターンが観測されてきた。

過去年度末ドル安、米債価格急落と損切り影響も

一方で2014年は12月8日が月中ドル高値となったあと、ドル反落でも2015年1月16日でドルが早期末入れして6-8月までドル高ラリーが形成されている。2013年も12月30日のドル高値示現のあと、2014年2月4日でドルが底入れ反転。底練りのレンジ相場を経て、8-12月にかけてドル高加速という実績も見られている。

今年度の場合、来年3月に向けた「年度末ドル安・円高」を制御するのが米国債価格の上昇だ（金利は低下）。昨年度は地方銀行などが米国債投資を増加させる一方、米10年債金利は2017年9月の2.01%から2018年2月の2.95%方向に急上昇した（債券価格は急落）。国内勢は米債価格面での含み損が拡大したうえ、2018年1-3月にかけてのドル安・円高によって為替差損も増加。年度末にかけては決算対策による国内勢の米債処分がドル安・円高を促し、それが新たな損切りを含めた米債処分を誘発させる負の円高スパイラルに見舞われている。

2016年12月から2017年4月にかけてのドル安・円高もまた、米国債金利の急上昇と米債価格急落が年度末決算に向けたドル安・円高のモメンタムを増幅させた。ひるがえって今年度の場合、米10年債金利は11月7日の3.25%を直近最高として、12月20日には2.75%へと急低下している（債券価格は急上昇）。日本の財務省による週間・対外中長期債投資では、11月25日から12月15日までにネット累計で+2兆3516億円の買い越しが記録された。為

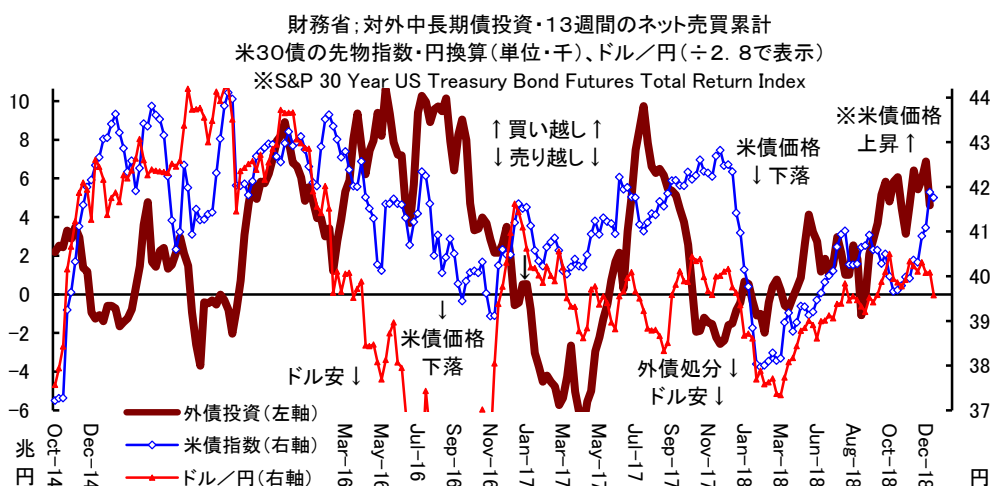
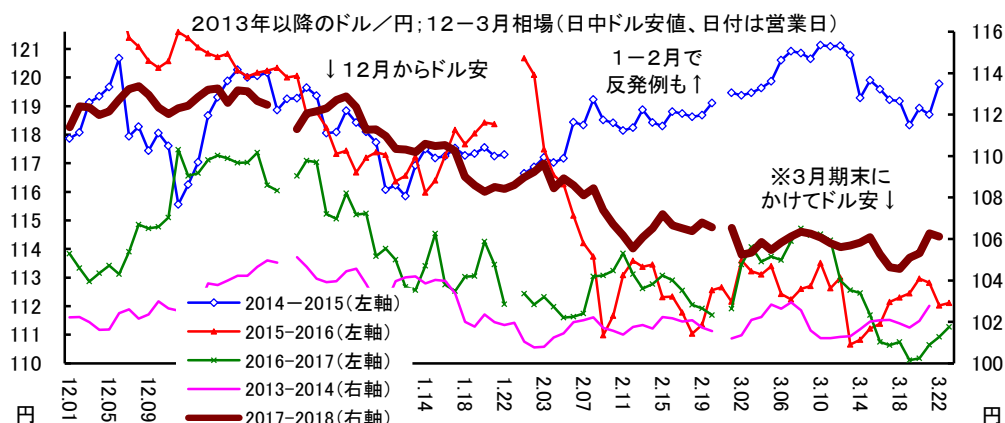
替ノーヘッジ型ではドル安・円高が打撃となっているものの、米債価格面では利益が生まれている。

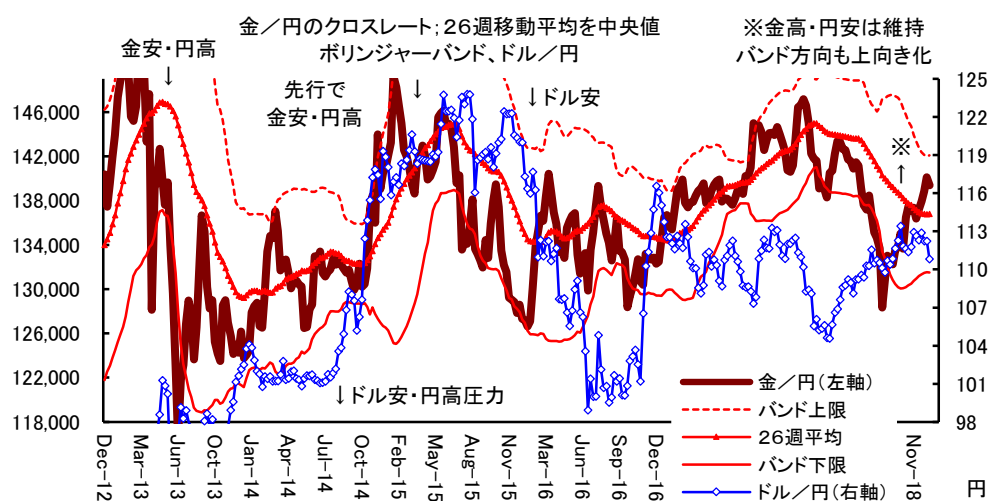
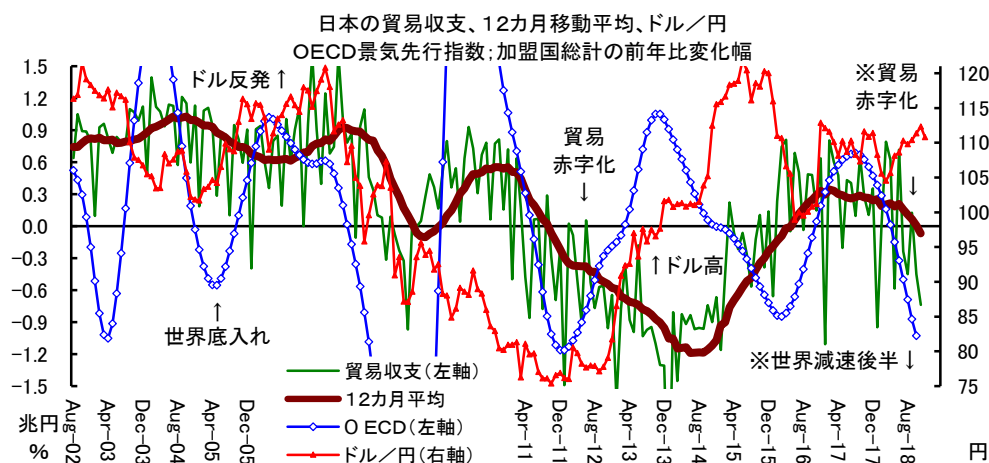
また、米 10 年債金利は 20 日、5 月 30 日以来の低水準となったが、その 5 月末以降、国内勢による対外中長期債投資は累計で +7.7 兆円の買い越しに及んできた。あくまで米債価格面では、損失解消や一定の利益確保が想定される。

同時に今年度については、日本の貿易収支が赤字へと転落してきた。最新 11 月は -7373 億円と 2 カ月連続の赤字となり、12 カ月移動平均でも 2016 年 5 月以来の赤字化となっている。過去に 12 カ月平均ベースの貿易収支が赤字化で年度末を迎えたケースの場合、2015 年は 1 月 16 日でドルが底入れ、2014 年は 2 月 4 日でドルが底入れという円高軽傷なってきた。ただでさえ今年度の 4 月以降に輸出企業は、貿易摩擦懸念などで早めのドル売り手当てを進捗させている。来年 3 月決算に向けた実需のドル売り・円買い需要は、過去 2 年比での減退が意識されそう

その他、現在は世界減速懸念がリスク回避の円高圧力となっているが、世界の GDP などに 6 カ月程度の先行性を有する OECD 景気先行指数（加盟 36 カ国）は、循環サイクル面で「先行終盤入り」を迎えている。最新 10 月は 99.36 と 9 月の 99.49 から低下し、11 カ月連続で前月比マイナスとなった。しかし、景気判断の節目となる 100 を割り込んでからは足元の 12 月で 7 カ月目を迎え、循環減速の底入れ周期である 8-11 カ月に接近しつつある。

しかも 10 月の 99.36 とは、前回の循環ボトムである 2016 年 5 月の 99.55 を下抜けし、2012 年 10 月の 99.33 以来の低水準となってきた。世界の景気先行指数は先行して「アベノミクス相場の起点時」にまで調整低下が進捗している。株式市場も実体経済に先行するもので、景気先行指数の底入れ模索と同様、現在の株安は「夜明け前が一番暗い」陰の極を模索するフェーズ入りとしても注視されそう





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。