

リスク回避でもドル滞留増・円転漸減

海外の株式・ファンド処分も米国債や MMF に待避

2019/1/28

国内では昨秋以降のリスク回避でも、海外資産のドル滞留増と円転回帰の漸減が見られている。海外の運用ファンドやヘッジファンドからの資金流出や、米国株などの処分売りには国内マネーも含まれているが、逃避資金には一定の金利が付く米国債やドル建て MMF などへの待避シフトが散見されている。中長期スパンでの日米の潜在的な金利差や成長格差、人口伸び率格差の米国優位見通しのほか、国内での過度なデフレ不安心理の改善もあって、従来の内向きホームカントリー・バイアスが緩和されてきた。

内向きホームカントリー・バイアスが緩和

「海外では米ブラックロックといった資産運用会社やヘッジファンドなどから人員削減が相次いでいるが、日本マネーの流出も部分的に影響しているのではないかな」――。

ある国内の投資顧問関係者はこのような指摘を行う。昨年 10 月以降は世界株安などの混乱を受けて、年末決算にかけて海外の運用会社やヘッジファンド、ミューチャル・ファンド（投信）などに対して、解約や利益・損失確定の圧力が増大。それがキャッシュ化やデレバレッジなどの嵐を激化させた。その流出マネーには、国内の年金・保険などを含めた機関投資家や個人関連の投資資金も含まれているという。

実際、日本の財務省による週間の対外証券投資のうち、「株式・投資ファンド持分」は昨年 11 月 4 日以降から今年 1 月 19 日までの 11 週間にネット 6536 億円の売り越しが観測された。統計上では規模が限られているものの、それでも 11 週の累計では 2016 年 6 月以来の大規模となっている。日本の投信協会によると、外貨建て資産の残高は外貨安・円高による円換算の目減りもあって、9 月末から 12 月末には－3 兆円もの減少となっている。

一方で対外証券投資では、同じ 11 週間の累計で「対外中長期債投資」が＋4 兆 3487 億円のネット買い越しとなっている。こちらは昨年 11 月以降の大幅買い越しとなるものだ。年初のドル安・円高を受けた押し目買い需要の増加のほか、米国株など海外での株式やファンドを処分した資金の米国内滞留が示唆されている。

過去のリスク回避局面でいえば、昨年 4 月や 2017 年 3－4 月、2016 年 5－6 月などで、対外株式投資の売り越し増加と連動して外債投資も売り越し拡大や買い越し減少が観測されてきた。今回は 3 月の年度末決算まで時間があることや、米国債価格の上昇（金利は低下）といった要因があるものの、従来のリスク回避における「円転回帰」や「内向きホーム

カントリー・バイアス」の度合いは緩和されている。

もちろん、現在は米国の景気減速や米中・日中の貿易摩擦懸念、米 FRB の先行き利下げ観測などで、ドルとドル資産には先安リスクが高まっている。一方で中長期スパンでは日米の潜在的な金利差や成長格差、人口伸び率格差などでの米国優位見通し、日本での過度なデフレ不安心理の改善もあって、日本勢によるドル資産への需要は根強い。

米国の将来成長に関しては、最近も「トランプ米大統領が、最大 13 年に及ぶ大型インフラ整備計画の推進を巡り政権高官らと協議。5G（第 5 世代移動通信網）のインフラ整備や航空管制システムの刷新などを盛り込むか討議」（18 日）、「米エネルギー省エネルギー情報局（EIA）は、米国が 2020 年に原油や天然ガスなどエネルギーの純輸出国になると予測した報告書を発表。新型原油シェールオイルの生産が増え続けているため」（24 日）といった情報が出ている。IT ハイテクに続く世界株の有望成長テーマである「遺伝子・バイオテクノロジー」関連についても、米国企業の優位予測が少なくない。

円金利の下限フロア撤廃、過去ドル安比で変化

昨年後半以降のリスク回避相場にあって、ドル/円については、1 月 19 日までの期間中に 11 週前比で－3.36 円前後のドル安・円高に振れている（週末の終値比較）。リスク回避の円高性向自体は根強いものの、最近のリスク回避局面における 11 週前比でいえば、昨年 3 月が－8 円、2017 年 3－4 月が－6 円、2016 年 7 月が－7 円などとなってきた。昨年 10 月以降の日米株安ショックの大きさと勘案しても、ドル安・円高の連動幅は狭まっている。

米国の投信協会（ICI）による統計でも、昨年後半以降の米株急落局面における「逃避マネーの米国内ドル滞留」が示された。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、短期流動性資産）の資産残高は、1 月 23 日週に前週比＋24 億ドル増の 3 兆 0516 億ドルとなった。直近最低である昨年 9 月 19 日週からは＋1086 億ドルの増加を記録し、残高は 2010 年 3 月以来の高水準へと急増している。日本勢についても米国の株式やファンドを処分したあと、円転回帰よりも米国の短期資産などへの滞留漸増を示唆するものだ。

米国では FRB の利上げ停止や先行きの利下げ観測が高まっているが、それでも現状段階で FF 政策金利・翌日物の誘導目標は 2008 年以來の 2.5% に引

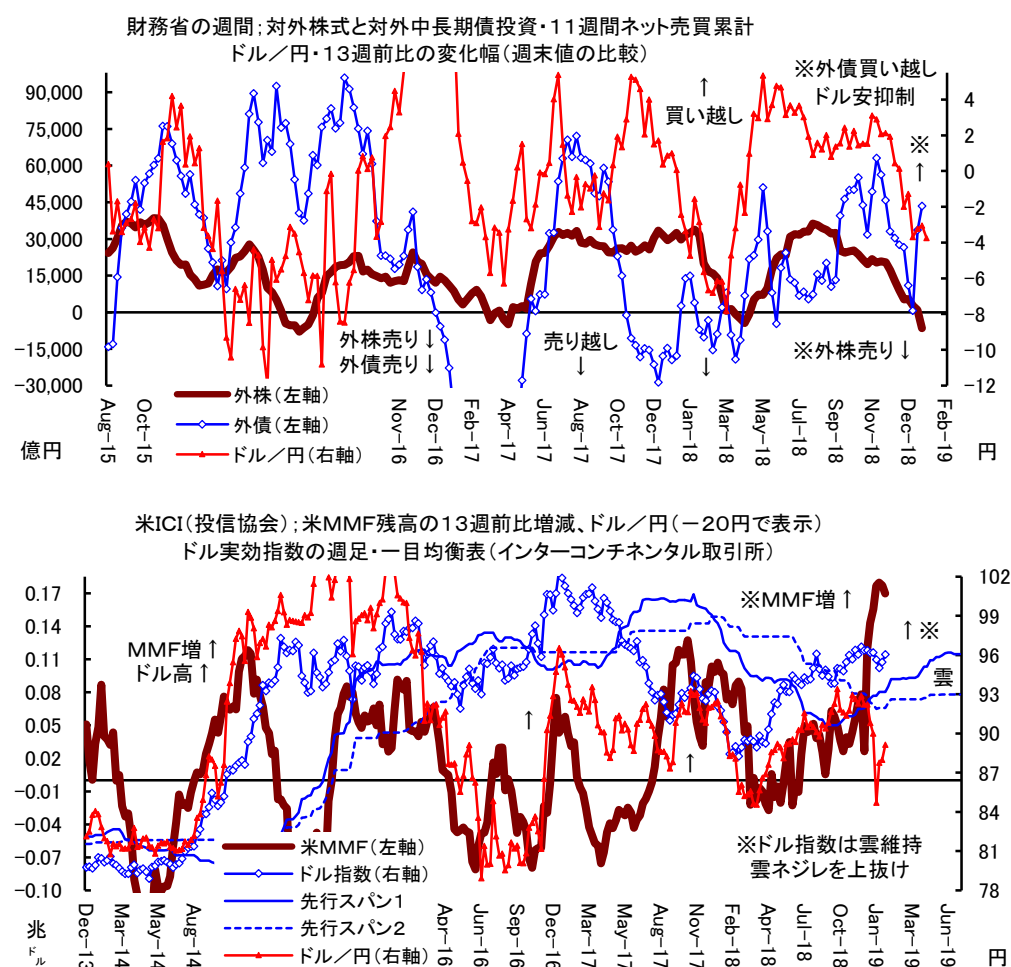
き上げられたままだ。米政府証券の3カ月物金利では金利の低下圧力が掛かってきたが、1月25日時点で2.35%前後が維持されている。かたや日本では10年債金利がゼロ%前後、短中期債金利はマイナス化が進展しており、安全資産逃避や短期資金の滞留でドル建て資産の相対的な魅力が高まってきた。

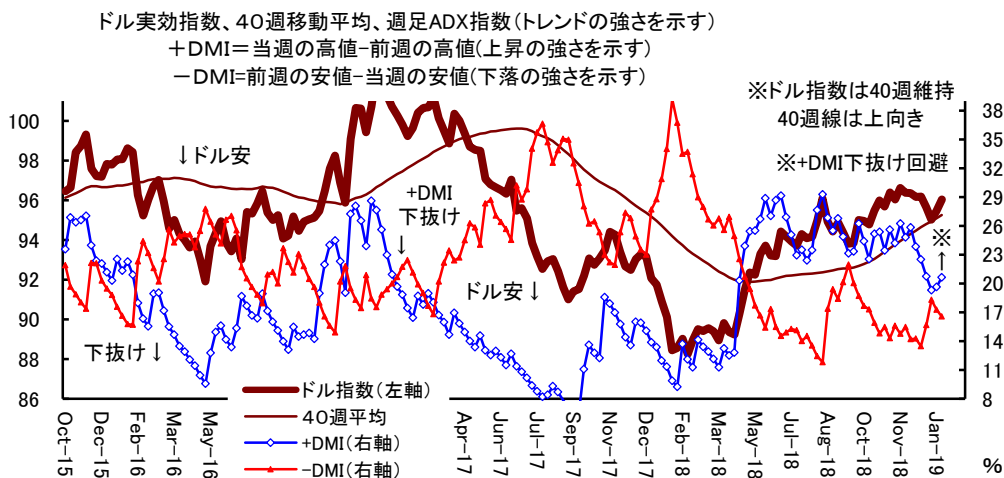
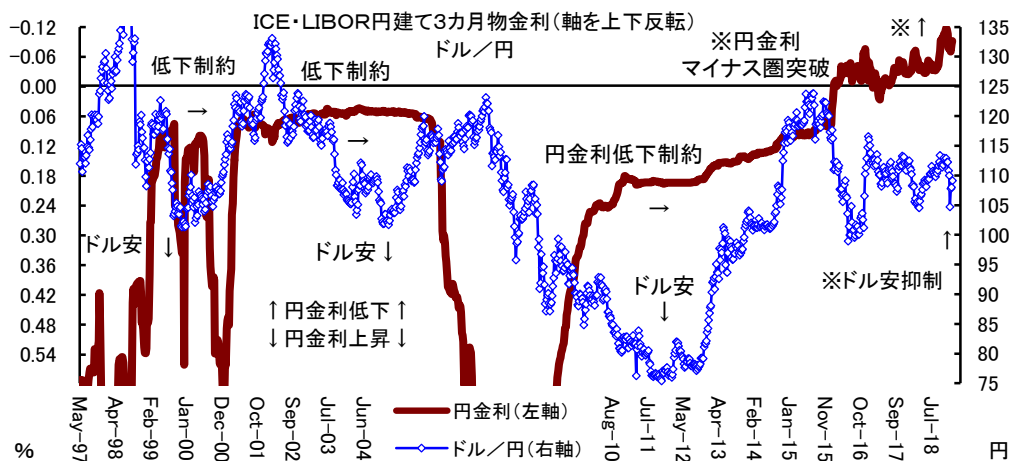
もちろん、先行きはFRBの利下げ観測などにより、ドル安・円高の為替差損リスクは根強い。一方で現在は過去のドル安・円高局面とは異なり、良くも悪くも日銀がマイナス金利の導入で「円金利の下限フロア制約」を打ち破ってきた。

米インターコンチネンタル取引所が管理しているLIBOR銀行間取引金利の円建ては、3カ月物金利が23日に-0.0897%になっている。直近最低である昨年12月6日の-0.1192%からは切り上がっているが、1月10日の-0.0658%を最高として再低下とな

ってきた。一方でドル建ては現在も2.77%前後を維持しており、「3カ月物の米日金利差で2.5%以上の開き」は過去実績として過度なドル安・円高を抑制させていく。

ちなみに過去の米金利低下とドル安・円高局面では、LIBOR円建て3カ月物金利が2010-2012年時に0.19%前後が下限の限界フロアとなって横這い化し、低下を辿る米金利との金利差縮小がドル安・円高のモメンタムを強めた。2001年から2004年にかけてのドル安では、円金利が0.05%前後を下限の限界ボトムとして横這いが長期化している。ひるがえって現在は良くも悪くも円金利にマイナス幅の拡大余地が広がっており、過度な金融機関打撃に波及しない限り、過去の歴史比でドル安・円高の値幅余地は狭まりが想定されそうだ。





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。