

期間限定・局地的に円キャリー胎動

米利上げ停止で変動率安定化、金利差は開き維持

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

2019/2/8

為替相場では期間限定・局地的ながらも、超低金利の円調達による高リターン資産や安全資産への投資という円キャリー取引が胎動してきた。日米金利差は一定の開きが維持される一方、米 FRB による利上げ停止や米中貿易協議の進展期待などで市場変動率（ボラティリティ）が安定化している。すでに金相場は対円で 10 カ月ぶり高値を更新してきたほか、新興国・資源国通貨などが対円で年初来プラス幅を拡大させている。ドル/円はドルの上値の重さが続くものの、ドル資産の再上昇が円換算での安定リターンを支援している。

米利上げ停止の 06-07 年、円キャリー拡大実績

「米国では FRB の利上げ停止に続き、先行き利下げの可能性もあるが、少なくとも今年に限れば米国の経済やドル資産にはプラス効果として効くので、懸念されるほどドル安・円高は進まない」——。

日本の金融通貨当局幹部はこのような見通しを示す。

もちろん今年は政治要因として、日米物品協定（TAG）の協議や米国からの為替条項圧力などがドル安・円高のリスクとして警戒されている。しかし、現在の客観情勢として、1) 交渉開始が大幅に遅れる、2) 日本は昨年の年間貿易収支で赤字となり、最近も 10-12 月に 3 カ月連続で貿易赤字となっている、3) 貿易赤字国（輸入拡大国）に対して、自動車輸出数量規制などの劇薬制裁は過剰すぎる、4) 日本は為替政策で IMF ルールや G7 ルールを厳守しており、米国の為替条項要求でも新たに問題になることはない——ことから、「為替相場への直接的な影響は限定的」（同）になる可能性があるという。

その中で為替相場では期間限定・局地的ながらも、超低金利の円調達による高リターン資産や安全資産への投資という円キャリー取引が胎動してきた。当局幹部の指摘通りに、FRB による利上げ停止姿勢は過度な不安心理を後退させ、各種資産市場で変動率（ボラティリティ）の安定化につながっている。

すでにリスク回避の尺度であり、米株式投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ・インデックス（VIX 指数）は、低下基調へと転じてきた（リスク回避後退）。

週足テクニカルでは、1 年スパンのトレンド方向を示す 52 週移動平均線の方向性が下向き化に転換している。一方で FRB の利上げ停止でも「米国-日本の金利差」は一定の開きが維持されており、その中で市場安定化は円調達によるキャリートレー

ドが部分的に支援される環境となってきた。前回、FRB が継続利上げ後に利上げを停止した 2006 年 6 月以降から利下げ転換の 2007 年 8 月前にかけて、為替相場では円キャリーが盛り上がった実績がある。

ちなみに VIX 指数は 12 カ月移動平均でも、2017 年 12 月以来となる下向き化へと向かい始めた。まだ完全な下向き定着を見極める必要はあるが、過去には 2016 年 6 月以降、2012 年 7 月以降、2009 年 9 月以降、2003 年 4 月以降などで下向き化が定着している。いずれも同時進行で日経平均株価は最短 7 カ月、多くのケースでは 1-2 年スパンでの株高トレンドが点火されてきた。

円キャリーでいえば、年初以降はリスク回避の円高や米利上げ停止などによるドル安に見舞われながら、昨年末以降の対円・主要通貨スポットリターンでは、2 月 6 日時点で上昇率の上位に、南アフリカ・ランドの +6.7%、ブラジル・レアルの +5.7%、カナダ・ドルの +3.4%、メキシコ・ペソの +2.9%、NZ ドルの +2.0%——などが並んでいる（各通貨に対して円は下落）。

世界外準の円比率 16 年ぶり高さ、円高余地縮減

アジア通貨も対円では、昨年末比でタイ、インドネシア、中国などの通貨がプラス化を維持させたまま。日本では年初以降、世界的な金利低下や日銀による低金利政策の堅持もあって、短期債金利のみならず、10 年債金利もマイナス圏に沈む場面が見られている。絶対的な金利差拡大のほか、資源相場の下げ止まり、ドル全面高の一服もあって、対円で高金利の新興国通貨や資源国通貨が底堅さを増してきた。

同時に高金利や高リターン資産だけでなく、対円では安全資産の金も上昇トレンドを固めている。昨年 8 月に底入れして以降、「リスク回避による円高と金高」や「ドル安による円高と金高」という局面があっても、円と金の相对比较では金の優位性が継続。金の対円クロスレートは、昨年 4 月以来 10 カ月ぶりの高値を回復してきた。

安全資産では、米国債の先物価格指数も円換算ベースで底堅さを保っている。米 30 年債指数（S&P・30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index）を例に挙げると、昨年 12 月からは米債金利上昇と債券価格の上昇、今年 1 月中旬からはドル/円でのドルの底上げを受けて、円換算では上値限定ながらも昨年 1 月以来の高値圏で安定化してきた。

週足テクニカルでは、1 年スパンのトレンド方向を示す 52 週移動平均線が昨年 1 月以来の上向き化

へと転じている。金/円のクロスレートも同様に 52 週線の「上抜けと上向き」に移行しており、過去実績として全般的な円高の抑制や緩やかな円安地合いが支援されやすい。

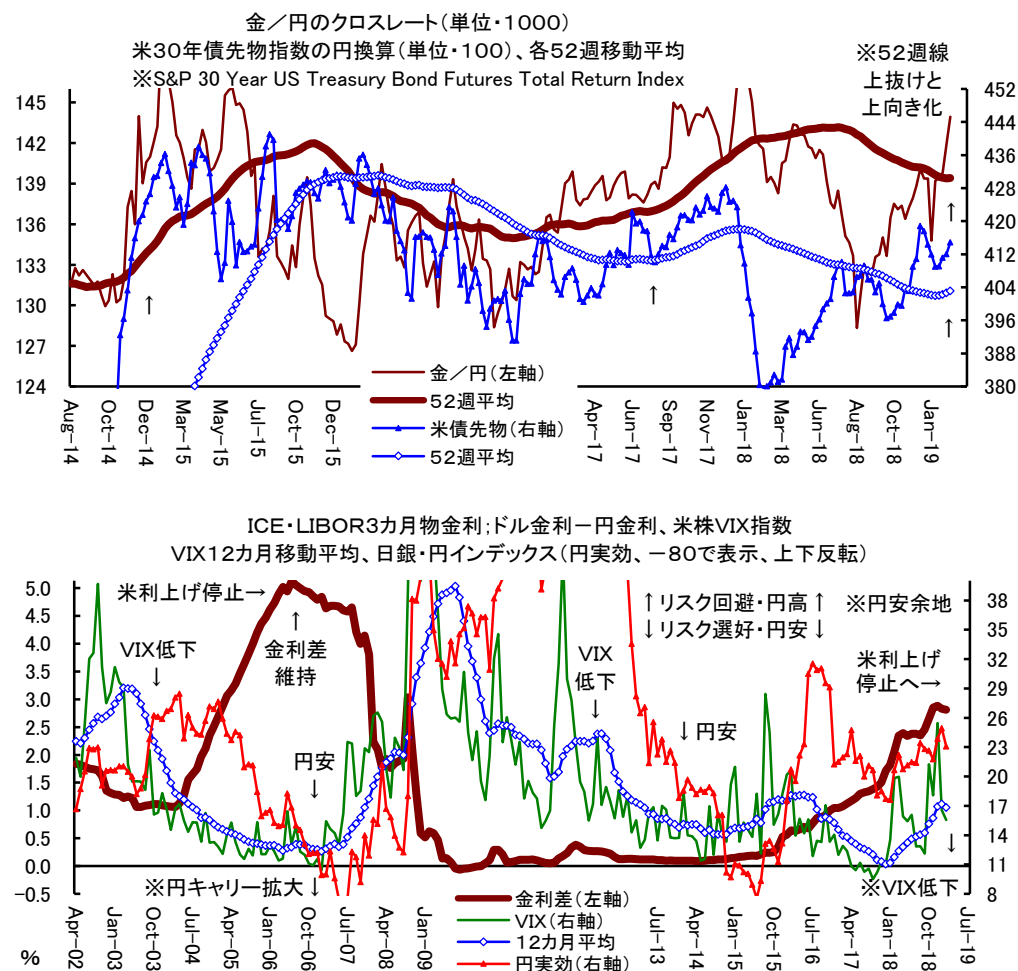
現在は過去の円高局面に比べて、日本では海外生産の定着と輸出減少、貿易赤字化、日銀による円金利の下限制約撤廃とマイナス圏への低下余地拡大、国内需給ギャップのプラス定着・賃金改善・10月の消費税増税要因などによる物価下落とデフレの抑制——といった構造変化が見られている。その中で足元では金だけでなく、銀相場の対円クロスレートも 2017 年以来となる 52 週移動平均線や週足・一目均衡表の雲上下限という重要抵抗ラインの上抜け攻防に直面してきた（円は下落）。

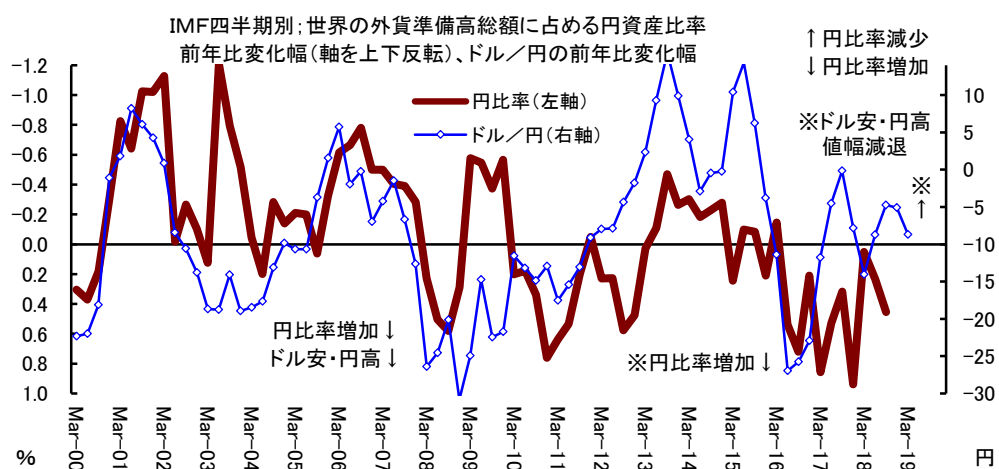
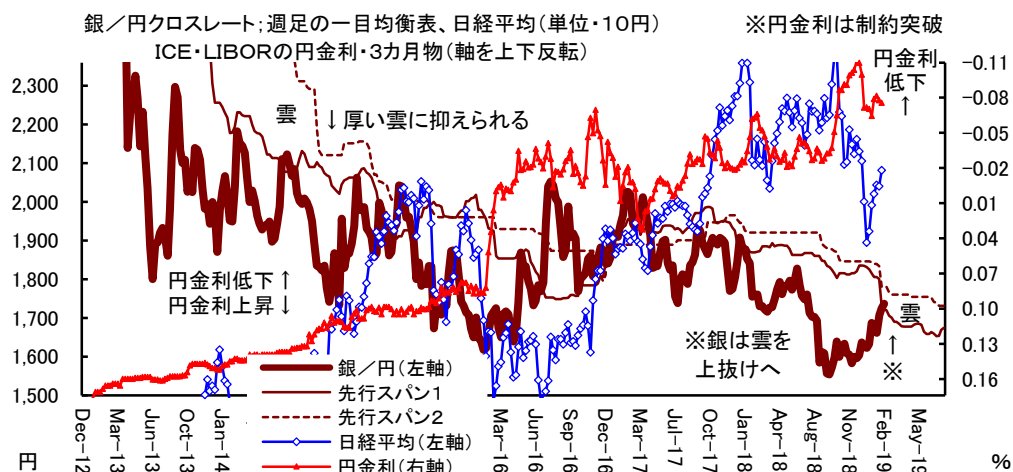
同時に現状からの円高余地を狭めるのが、世界各国の外貨準備高（外準）に占める円資産（円準備）の先行拡大だ。IMF による昨年 7-9 月期統計によると、世界の外準総額に占める円の比率は 4.98%と前期の 4.86%から上昇した。2002 年 7-9 月の 5.13%以来、約 16 年ぶりの高水準となっている。

一方でユーロが 1999 年に誕生したあと、安定化してきた 2002 年以降で円比率の最高は 2002 年 4-6 月の 5.34%となっている。現在は人民元が外準通貨として台頭していることもあり、円比率は昨年の 4.98%から拡大余地の狭まりが意識されよう。世界の外準に占める円比率の動向は、世界の官民による円需要の参考になるものだ。

最近では円比率が 2007 年に 2.95%と 1995 年以降の最低にまで低下したあと、円安の行き過ぎも意識されて反転拡大。連動してドル安・円高トレンドの勢いが強まった。当時は 2012 年 7-9 月の 4.27%が最高ピークとなったが、その後は円比率の上昇一服と低下に連動してドル高・円安トレンドに転換した実績を有している。

しかも昨年 7-9 月にかけて円比率は 4.98%へと上昇しながら、ドル/円の昨年ドル安値は 104 円前後にとどまった。過去の 4%超えへの拡大局面における 2005 年の 101 円、2011 年の 75 円などに比べると、世界の外準マネー以外での潜在的な円買い需要や円高エネルギーが漸減傾向にある。





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。