

ドルの総合力を示すドル実効指数は、年後半にかけて底堅さの持続が注視されよう。年末決算にかけて米国企業による海外収益の本国送金が増加していくほか、年越えに向けては非米金融によるドル需要増加と、米系金融によるドル供給の慎重化などでドル資金が逼迫化しやすい。過去5年にドル指数は、9月安値で11-12月にかけて高値というパターンが目立ってきた。米トランプ政権による来秋大統領選に向けた「米国第一主義」政策の継続強化も、直接投資と証券投資の両面で対米資金流入を一段と促す。

大統領選警戒、海外の利益や拠点「米回帰」余地

「トランプ米大統領自身が、大統領に選出されるはるか以前から一貫して問題視していた唯一の対外経済問題は貿易赤字であると言われている。これを縮小することが、トランプ大統領にとって大きな関心である。米国の貿易赤字の約半分は対中貿易赤字であるがゆえに、中国との摩擦が激化してきた。今後もこの点は、重要課題であり続ける可能性が高い」――。

財務省系の財務総合政策研究所は8月、『中国・習近平体制の内外政策』に関して特集レポートを取りまとめたが、米中貿易対立については中国問題の専門家から「最も大事な原点ポイント」としてこのような指摘がなされている。これまでのトランプ氏の予想を超えた劇薬攻撃と執念を踏まえると、来年11月の米大統領選にかけては「政権実績アピールの有言実行」として、米貿易赤字の縮小を実現させる可能性が非現実的ではなくなってきた。

経済学的に為替相場と貿易収支（経常収支）については、1年から1年半のタイムラグでの相互影響関係が指摘されている。為替が先か、収支の変化が先か、という問題はあるにせよ、現在の対円以外などでの全般的なドル高基調については、「来秋に向けた米国の貿易赤字減少を織り込む動き」という構造変化の先取りも一因として無視できない。

現在の為替相場では、ドル以外のユーロ安やポンド安、資源国通貨安などが、リスク回避とあいまってクロス円主導による円高・外貨安の圧力となっている。一方で過去にドル実効指数の上昇が加速された2018年2月以降や2016年5月以降、2014年7月以降などでは、タイムラグを経て「他通貨でのドル高の出遅れ修正」がドル/円へと遅行伝播。ドル/円でもドルの下げ止まりや反発につながった実績を有している。

今後の季節要因としては、米国企業による11-12月の年末決算対策の未然対応始動が視界に入り始め

た。来年の企業戦略を含めて、トランプ氏の再選戦略に伴う「米国第一主義と貿易赤字縮小の一段の政策強化」は、良い面、悪い面の双方で考慮せざるを得なくなっている。

結果、米企業による年末決算と来年の計画策定に向けては、海外収益の海外滞留よりは米国送金、中国などでの海外現地生産の北米シフト、将来成長投資の米国内優先といった対応や準備強化が想定される。いずれも年末にかけては、本国ドル転送金（リパトリエーション）や、財務戦略面でのドル資金充当が後押しされやすい。

ただでさえ、ドル指数（インターコンチネンタル取引所算出の実効指数）では、2014年以降の過去5年に「9月安値で11-12月にかけて高値更新」という季節パターンが目立ってきた。米FRBが12月に利上げを行った年もあるが、最近の9-12月相場でいえば、ドル指数の最安値は2014年が9月1日、2015年が9月18日に1番底で10月15日に近い水準での2番底、2016年が9月8日、2017年も9月8日、2018年は9月21日に底値が形成されてきた。いずれもその後は11月にドルが天井となった2017年を除き、いずれも12月までドル高モメンタムが形成されている。

米企業減益、収益穴埋めや配当捻出でドル転増も

米国企業による本国回帰と投資資金のドル充当との関連では、「米建設支出の民間製造業」が最新7月に前年比+3.7%となった（前月は+2.4%）。5月の+0.1%をボトムに反転上昇となっており、米製造業による国内での打診的な設備投資準備が示唆されている。過去に同指標は、米雇用者数の製造業部門と密接な相関性を有してきた。

同時に今年の場合、米国の上場企業は7-9月期や10-12月期の決算で、低迷が懸念されている。世界減速による海外収益の減少のほか、ドル高・現地通貨安の為替差損打撃も収益減速のリスクとなる。昨年の海外利益減税の影響一服もあり、ドル転の規模自体は減少となる可能性をはらむ。

一方で米国の企業収益の過去実績として、前年比で減益となる局面ではドル高となる傾向が目立ってきた。決算期末前のドル高が収益悪化要因となっているケースもあるが、日本企業の減益局面と同様に、1) 収益穴埋めのための海外の利益・運用資産などの取り崩し、2) 株主配当捻出のための同様の取り崩し、3) 海外部門のリストラ――などを加速。年末決算にかけて、リパトリのドル高が増加する例も見られている。

米経済分析局の「資本減耗後・企業収益」によると、最近の前年比減益は 2015 年 6－9 月から 2016 年 7－9 月にかけて観測された。当時のドル/円はチャイナ・ショックなどに見舞われながらも、2015 年 9 月から 12 月の年末決算までは 1 ドル＝118－123 円前後でのドル高基調が維持されている。リーマン・ショック前では 2000－2001 年にかけて、IT バブル崩壊などによる減益局面があった。当時のドル/円は複合材料があったとはいえ、101 円から 132 円方向へのドル高トレンドが形成されている。

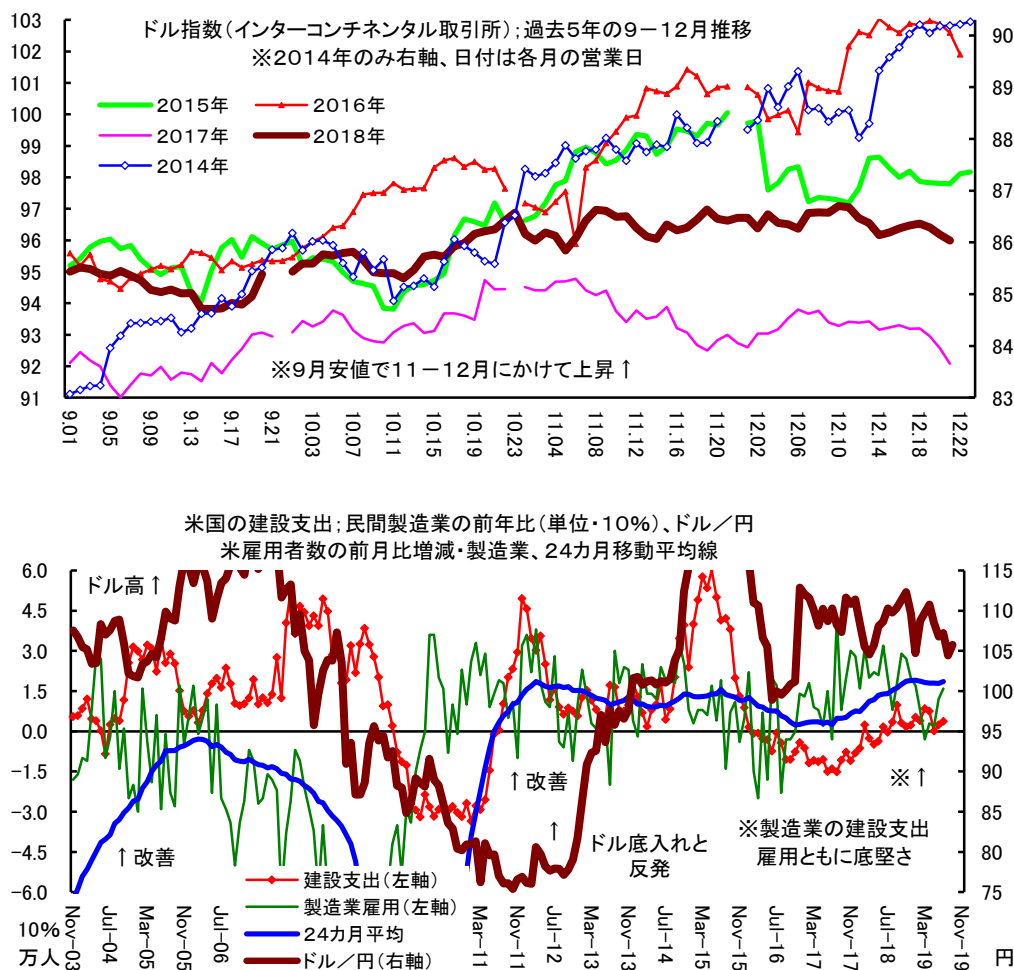
その他、米国市場の季節要因としては、年末にかけて短期金融市場でドル資金の逼迫化が強まりやすい。米国以外の金融機関からは、年越えや年末決算対策、ヘッジ対応などでドル資金の調達需要が増加する傾向にある。反対に米国の金融機関は年末決算対応のほか、年末年始の流動性減少などに対する警戒感などで資金供給が慎重化する季節性が見られてきた。世界的なドル不足は、間接的なドル高要因となりやすい。

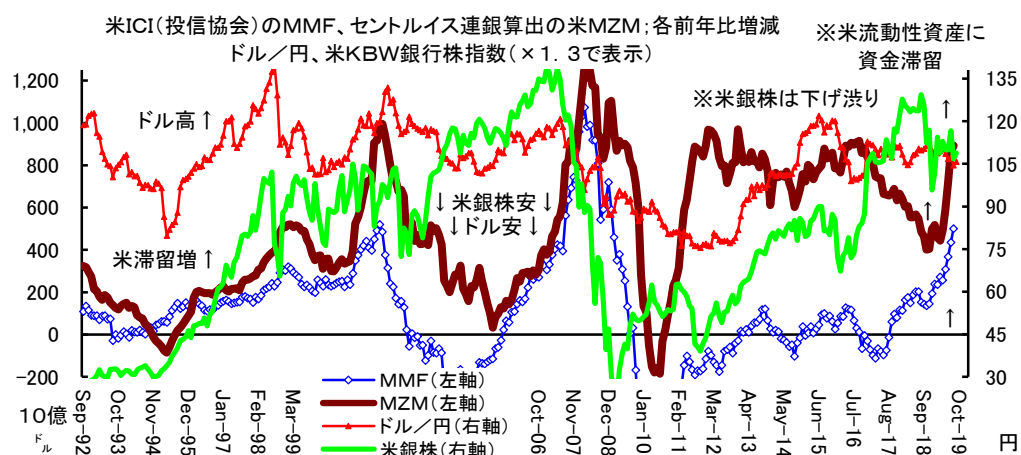
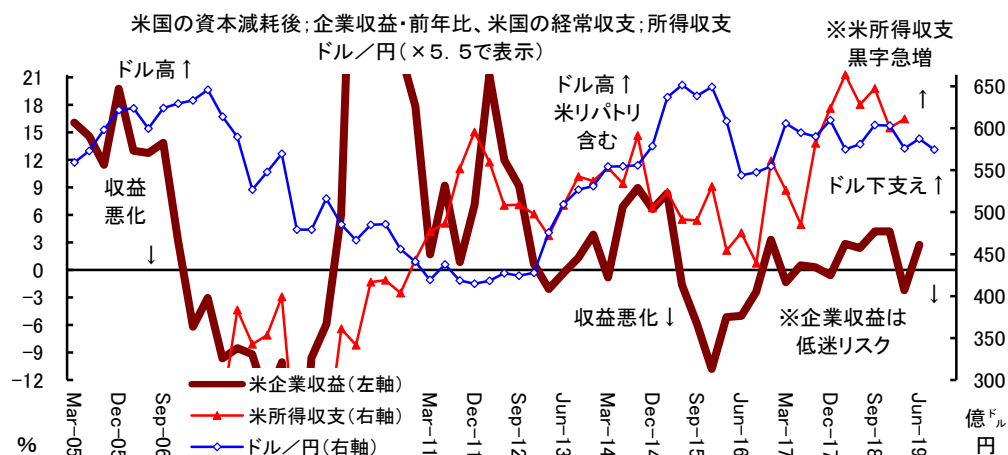
なお、現在は安全逃避のほか世界的な金利消失などもあって、米国内外の退避マネーが少しでも金利のつく米国の短期ドル建て資産に滞留されている。

米国企業が海外から引き揚げた資金についても、先行き不透明感が払拭されるまで一時滞留されているとの見方が強い。現在のドル高の一因となっている一方、今後は米国内での設備投資などへの有効活用シフトが注目されそうだ。

米国の投信協会 (ICI) によると、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、8 月 28 日週に 3 兆 3638 億ドルとなった。直近最低である 4 月 17 日週からは +3208 億ドルの増加を記録し、残高は 2009 年 10 月以来の高水準へ膨張している。

また、米国内での安全資産逃避の尺度であり、広義流動性資産の総計である米国の MZM (money of zero maturity、満期ゼロの現金・預金・MMF などの合計) は、セントルイス連銀の算出ベースで 8 月 19 日週に前年比 +9074 億ドルの増加となった。前週の +9030 億ドルに続き、2016 年 10 月以来の大幅増となっている。今後は株式・不動産などのリスク資産シフトや、複合経路を通じた設備投資、個人消費などへの生き金活用シフトの余地が注目されそうだ。





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、複製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。