

米緩和縮小、円建て米債「押し目買い」好機に 米債価格下落時は金利上昇とドル高に、安全逃避は米債需要

2021/5/28 (金)

米 FRB による債券買い入れ縮小議論の開始時期が注目を集めているが、日本勢からすると円建て米国債（為替ヘッジ抑制の米国債）は押し目買い好機として注目される。2013 年 5 月のバーナンキ FRB 議長による縮小示唆ショックの場合、短期的な米債金利の急上昇（米債価格は急落）と世界株安、リスク回避の円高を加速させたが、その局面は結果としてドルと米国債の買い場となっていた。今回も米債価格下落時は米金利上昇とドル高がバッファーとなり、混乱激化の場合は安全逃避が米国債とドルの需要を喚起させるほか、先行き正常化の流れがドル資産の安定化につながっていく。

過去緩和縮小は通貨高に、金利は上昇後に安定化

「為替相場のドル/円で注目すべきは、(2020 年以降の) コロナ危機下で米国がいくら金融緩和をしても、米国の長期金利がいくら下がっても、かつてのように 1 ドル=100 円を割り込む円高・ドル安にはならなかったことだ。円が持っていた『安全資産』としての性格が忘れられているような感じがする」――。

財務省の元財務官であり、IMF で副専務理事を務めた篠原尚之・現三菱重工取締役は今年 5 月、東洋経済オンラインのインタビューでこのように述べた。

同氏は安全逃避などによる円高圧力の減退に関して、「日本のファンダメンタルズ（基礎的諸条件）が相対的に少しずつ弱くなっている」、「人口の高齢化で潜在成長率が低下し、財政赤字と政府債務の拡大で年金など社会保障制度への圧力が高まっている」、「今回のコロナ対策もあり、生産性の低い企業やゾンビ企業が温存されている」、「日銀が事実上の財政ファイナンスをやっているため、財政支出の質が落ちている」といった点を列挙。そのうえで「こうした状況を反映した円安が進むとしたら喜んでいい場合ではない」と憂慮しながら、「個人的なイメージとしては、今年の年末に 1 ドル 110-115 円。来年以降もドル高・円安の基調が続く」という見通しを示している。

一方で足元のドル/円は、米国のインフレ動向や FRB の緩和縮小に対する見方が分かれ、方向感を失っている。対円以外ではドル安の圧力が根強く、ドル/円についても、1) 米インフレ上昇による実質金利の低下と、米インフレに伴うドルの価値劣化、2) 米インフレが一時的となった場合の FRB 緩和長期化や米国の名目金利の再低下、3) 米国でのワクチン普及や経済対策による内需回復と輸入増・貿易赤字拡大、4) FRB が緩和見直しの最優先指針とする雇用回

復の多難さ――などにより、先行きドル安への警戒感が根強い。

一方で過去の FRB による緩和縮小の実績に沿えば、先行き緩和縮小の地ならしや議論の開始は、日本勢からすると、円建て米国債（為替ヘッジを抑えた米国債）やドルの押し目買い好機となってくる。

FRB のみならず、過去の日銀や ECB などによる量的緩和の拡大停止や縮小移行は、通貨高となるパターンが目立ってきた。長期債金利は短期的な上昇（債券価格は下落）波乱はあっても、金融政策の正常化と経済正常化に即して安定化へと移行。過度な金利上昇と低下が抑制された適度な金利水準へと収められている。

もちろん、一旦は「正常化までの試練と洗礼」として、米国債金利の急上昇（米債価格は急落）や日米などの世界株安、新興国市場の混乱、リスク回避による円全面高といった波乱リスクは排除できない。しかし、その後は緩和縮小の織り込みが進むほか、1) FRB による緩和縮小判断と裏表の先行きの米国経済の改善見通し、2) 資産買い入れ縮小でも、実質ゼロ金利政策は長期化されることによるリスク回避の抑制、3) 米長期金利の上昇限定の一方での下限切り上がり、4) 日銀の緩和縮小「周回遅れ」取り残され――などにより、米国債やドルの安定化と円高抑制が見込まれる。

2013 年の縮小ショック、ドルや米債は買い場に

同時に短期的な緩和縮小ショックで米債価格急落した場合、米金利上昇やドル高が円建て米国債のバッファーとなる。一方でリスク回避激化による円高は警戒されるものの、昨年以降のコロナ打撃下の実績でいえば、「安全逃避による米国債シフトとドル高」ほうが優勢になりやすい。そうした短期混乱のあとは、米国の金融政策と経済の正常化方向が、中長期スパンでドル資産を安定化させていく。

今回の場合、すでに織り込みも進み始めた。現状から先回りの押し目買いが漸増することで、米国債価格の下落やドル安の度合いは狭まり、現状段階から下限が切り上がっていく可能性もある。

緩和縮小は ECB でも注目テーマとなっているが、仏金融大手 BNP パリバの債券ストラテジストは 5 月 25 日、「消極的な JGB（日本国債）買いが欧州債買いに代替される可能性も」というレポートを提示した（ブルームバーグが引用紹介）。

同氏はその背景として、「欧州債は金利上昇で魅力が高まりつつあるが、日本では金利の低位抑制が持続している」、「来月に ECB によるパンデミック緊急

購入プログラム（PEPP）の買い入れ減速を見込んで
いるが、小幅な減額程度で政策変更とは呼べない」、
「今後も EU 債発行が続くことや、来年の仏大統領選
など政治リスクがあることから、中長期的に金利上
昇リスクは残るが、6 月下旬からはスプレッドのタ
イト化や金利低下が起りやすい季節性がある」 —
—といった点を挙げている。

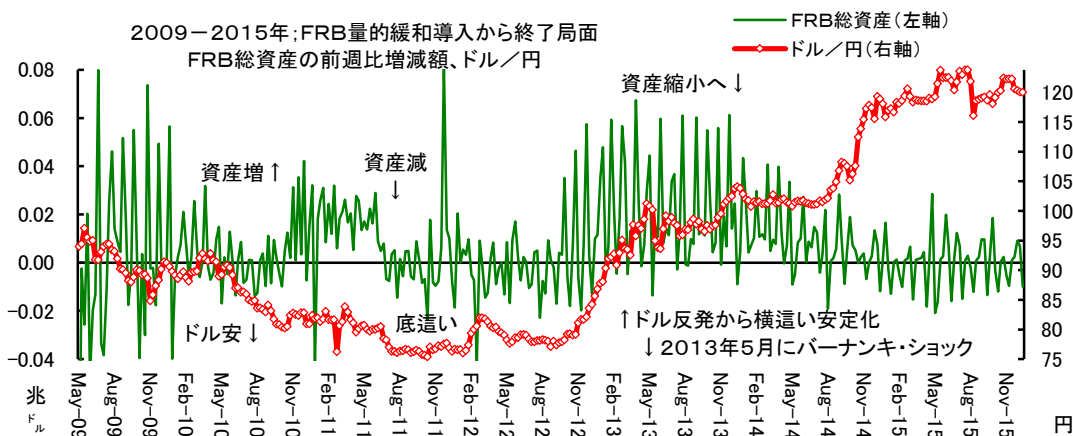
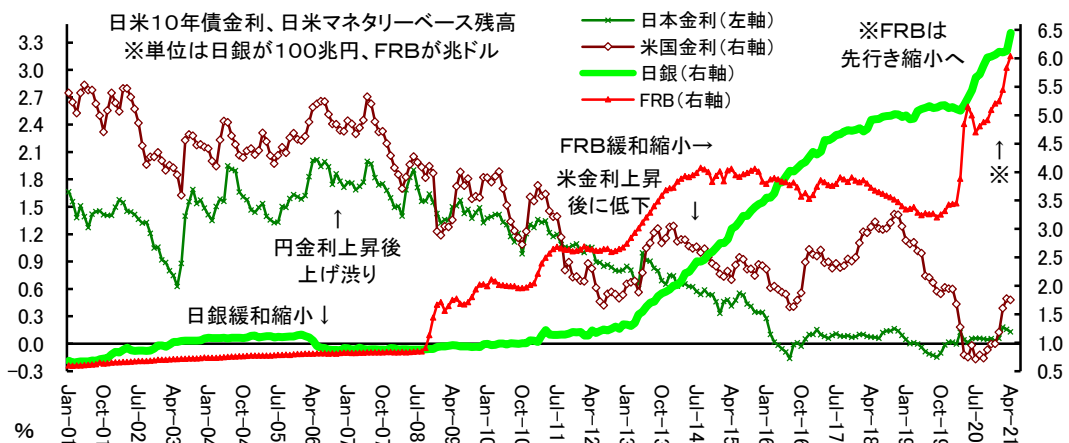
過去の FRB による緩和縮小の地ならしでいえば、
2013 年 5 月 22 日に当時のバーナンキ FRB 議長が議
会証言で「状況改善の継続を確認し、持続可能と確
信できれば、今後数回の会合で資産買い入れを縮小
することは可能だ」と発言し、国際金融市場を痙攣
（テンパータントラム、temper tantrum）に陥らせ
た。

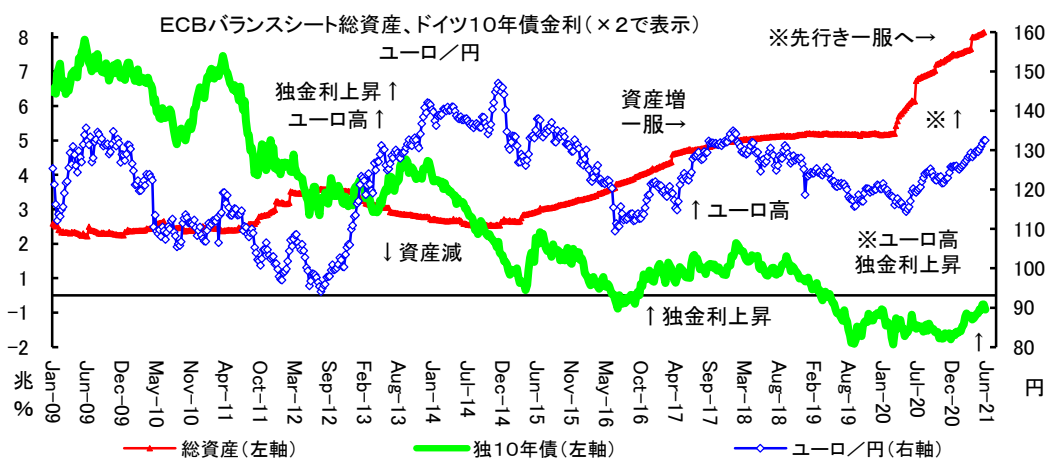
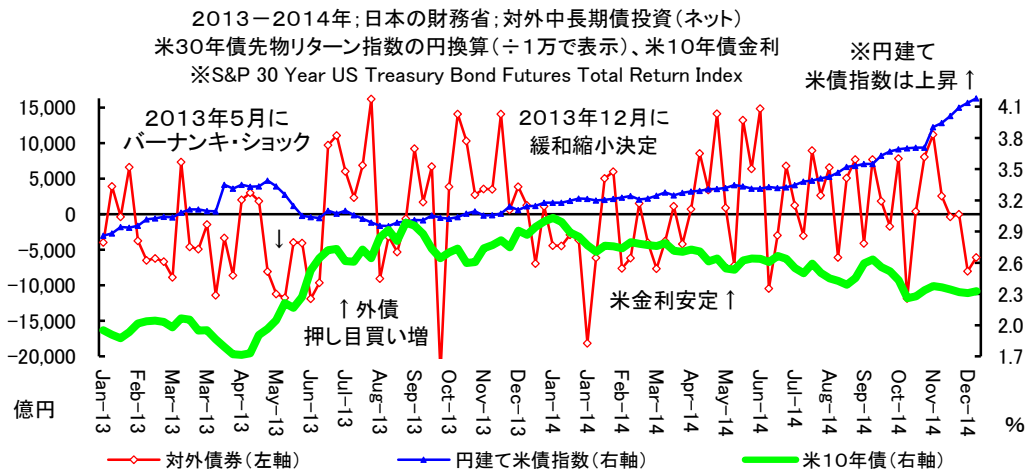
当時の日本の財務省による週間の対外中長期債投
資状況では、その前後の 5 月 19 日から 6 月 29 日ま
での 6 週にわたり、－1 兆円前後のネット売り越し
が持続した。しかし、7 週後の 6 月 30 日－7 月 6 日

週からは＋9739 億円のネット買い越しに転換。8 月
中旬にかけて＋1 兆円前後の押し目買いが増加して
いる。

当時のドル/円は 2013 年 5 月 22 日の 103.74 円前
後から、6 月 17 日の 93.64 円前後まで約 18 日間、
－10 円幅のドル安・円高が持続した。しかし、その
ドル安局面は中長期スパンでのドル底値とドル仕込
み買い好機となり、ドルは翌 7 月に 101 円超えへと
反発。その後は横這い化や調整ドル安を経ながら、
2015 年 6－8 月には 125 円超えへとドル高が進んだ
実績を有している。

米国債の価格についても、円建ての米 30 年債先物
リターン指数（S&P 30 Year US Treasury Bond Futures
Total Return Index）は 2013 年 5 月からの下落のあ
とは、7－8 月で底入れを形成。やはり中長期スパン
での底値となる形で、2 年後の 2015 年 8 月には 1.5
倍の上昇が観測されている。





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。