

世界底割れ回避、クロス円で円安の余地

リスク選好、商品と海外金利下げ渋り、円調達など

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/4/17 (月)

世界景気は底割れ回避の期待感が出ており、為替相場ではドル/円以外のクロス円取引で外貨高・円安の余地が注目される。リスク回避の緩和は円安要因となるほか、市場変動率（ボラティリティー）の抑制につながることで、日本と海外の金利差が重みを増す。商品相場は高騰一服でも供給制約などで下げ渋りが見込まれ、連動する形で海外各国の金利は利上げ一服でも低下に制約がある。日本では日銀新体制による長期金利の弾力化あっても、基本的な金融緩和策は継続方針が示されていることで、低利の円は調達妙味が高まっていく。

MSCI 新興国と上海総合、12 カ月平均が上向き化

世界景気は先行き不透明感が強いものの、底割れ自体は回避の期待感が高まってきた。4 月からは米国での物価指標下落により、FRB の利上げ停止観測が高まっている。当座の米経済は昨年からの利上げ効果による景気悪化が懸念されるものの、その後については下押し歯止めへの視界が開かれつつある。

今年の世界景気はIMFが最新4月の経済見通しで、アジア太平洋地域の成長率を+4.6%と予想し、昨年10月時から約0.3ポイント上方修正させた。中国の経済活動再開などで昨年の+3.8%を上回る見込みとなり、IMFでは「中国とインドが今年の世界経済成長の約半分を占める」という見通しを示している。

世界景気の悪化歯止めやアジア太平洋が牽引する形での景気回復は、為替相場にとり、ドル/円以外でのクロス円取引で外貨高・円安の余地が注目される。もちろん、米FRBの利上げ停止や先行き利下げ観測、同時進行での世界景気回復による安全逃避の後退などは、ドル安・円高の要因となるものだ。一方でリスク回避の後退は、過度な円高の圧力を制御。ドル安と裏表での対ドルでの欧州通貨や資源国通貨、新興国通貨の持ち直しは、クロス円取引で各通貨の下支えや連れ高の要因となり得る。

その他、クロス円での円安・外貨高の要因としては、1) 世界景気の下振れ不安後退は市場変動率（ボラティリティー）の過度な変動を抑制させ、現状の内外金利差での日本低位・海外高位が重みを増す、2) 資源・食糧などの商品相場は高騰一服でも、産油国による原油減産といった供給制約や、世界景気下げ止まりなどの需要増で下げ渋りが見込まれる（資源国通貨を下支え。日本は輸入増と貿易収支の悪化が持続）、3) 商品の下げ渋りは、海外各国の利上げ停止でも金利低下の制約になる、といったものがある。

過去実績でも世界景気の回復局面では、クロス円を外貨高・円安のトレンドが形成されてきた。ユー

ロ/円、ポンド/円、スイス・フラン/円、カナダ・ドル/円、豪ドル/円、NZ ドル/円などについては、月間高値の前年同月比で、最低でも+10 円幅から+20 円幅の外貨高（円安）というパターンが繰り返されている。今年は昨年的大幅な円安・外貨高の反動もあり、各通貨の上昇余地は限られるものの、それでも「前年同月比プラス」の余地は注目されやすい。

足元では世界景気に先行する MSCI 先進国株指数（ドルベース）が、3 月以降の金融不安による下落を経て反発となり、足元では2月上旬以来の高値を回復してきた。中国株市場でも上海総合指数は、昨年11月以降の反発基調を維持している。両指数ともに4月からは、1年スパンのトレンドを示す12カ月移動平均線の上抜けと上向き化に移行するという基調の好転が見られ始めた。

世界景気の底入れから回復、円ショート増と連動

同時進行で米国債市場では「10 年債-2 年債」の長短金利差について、2021 年 4 月前後からの縮小と逆転の流れが一服になっている。これまでの利上げ長期化による先行きの景気後退懸念などを受けた長期金利の上昇抑制と、利上げ長期化警戒などによる短期金利の上昇圧力が一服となってきた。

同金利差の逆転は景気後退の警告シグナルとなっただけに、基調変化は長期スパンで米国景気の悪化歯止めを期待をつなぐものとなっている。MSCI 先進国株、上海株のトレンド好転と合わせて、世界景気の先行きに底入れ期待を高めていく。

かたや日本では日銀の植田和男新総裁が10日、就任会見で「前体制からの大規模緩和を現状では継続する」と明言した。世界景気の持ち直しや海外金利の下げ渋りのなか、日本では他国比での金利低位が続くと、低金利の円は調達妙味が高まりやすい。円調達キャリー取引などを含めて、円安の要因となり得る。

4 月以降には米国の著名投資家・ウォーレン・バフェット氏が経営する米投資・保険会社のバークシャー・ハサウェイが、円建て社債の発行で円調達へと動いている。新規の日本株投資や過去の円借入れの返済、為替面でのヘッジ対応に使うもので、為替相場への影響は中立的だ。それでも米国を始めとして、海外では利上げ打ち止めでも当座の様子見と金利の高止まりが見込まれるなか、海外勢による「低金利の円の調達・借入れ需要」への関心が示唆されている。

世界景気でいえば先行性のある OECD 景気先行指数が、最新 3 月に G20 加盟国グループが前年比で一

1.5%となった。2021年4月の+13.0%を最高ピークとした長期下落を経て、昨年9月の-2.2%をボトムに底入れを固めつつある。あくまで先行指数のベースでは、世界景気の先行き底入れサインが点滅してきた。

過去実績としてOECD先行指数・G20が前年比底入れからプラス回復に向かう局面では、タイムラグを経て為替相場の投机ポジションでネット円ロング（買い持ち）減少や円ショート（売り持ち）拡大につながる連動性を有してきた。円調達キャリー取引などを含めた円売りの拡大が示唆されている。

過去にG20先行指数の前年比は、2020年4月の-9.6%で底入れし、9月からプラス回復となった。シカゴIMMの投機的な円先物ポジション（非商業部門、国際通貨市場）では、当時のコロナ危機を受けたリスク回避の円買いとネット円ロングの増加が一服。その後はドル安・円高の圧力が続きながらも、円ロング自体は減少に移行（円売り戻し）し、ユーロ/円などクロス円では外貨高と円安が進展している。

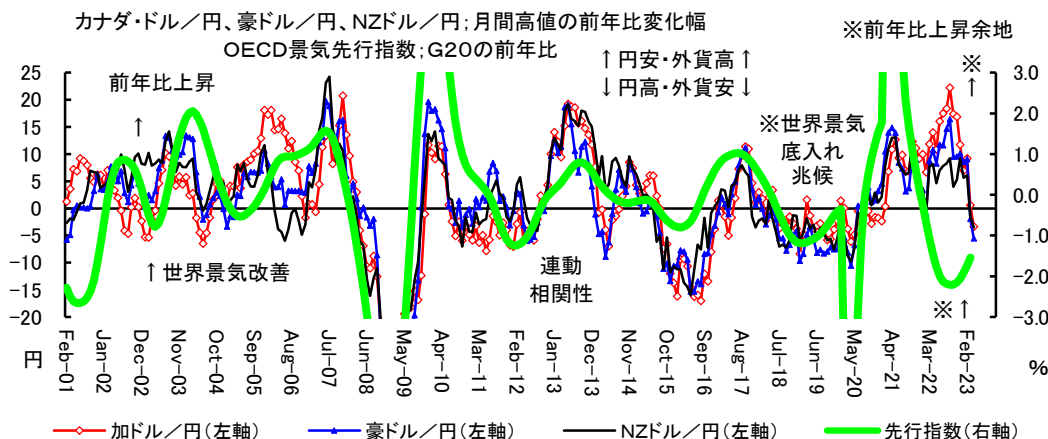
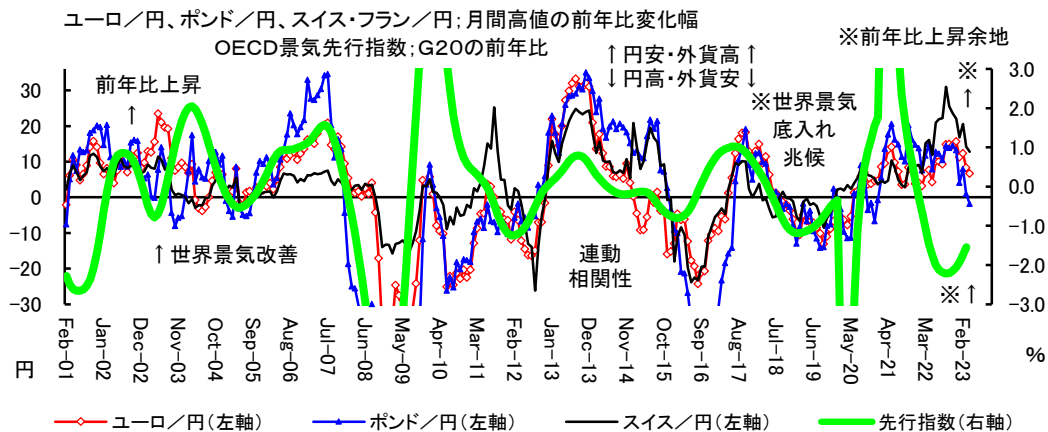
その前にG20先行指数の前年比は、2016年3月に底入れ、2016年9月からプラス回復という局面があった。当時のユーロ/円などのクロス円は前年からの外貨安・円高が、同期間中である2016年6月で底入れに移行。円ポジションはネットで円ロング拡大から円ショートへと転換し、同年後半から外貨高と円安のモメンタムが形成された連動実績を有している。

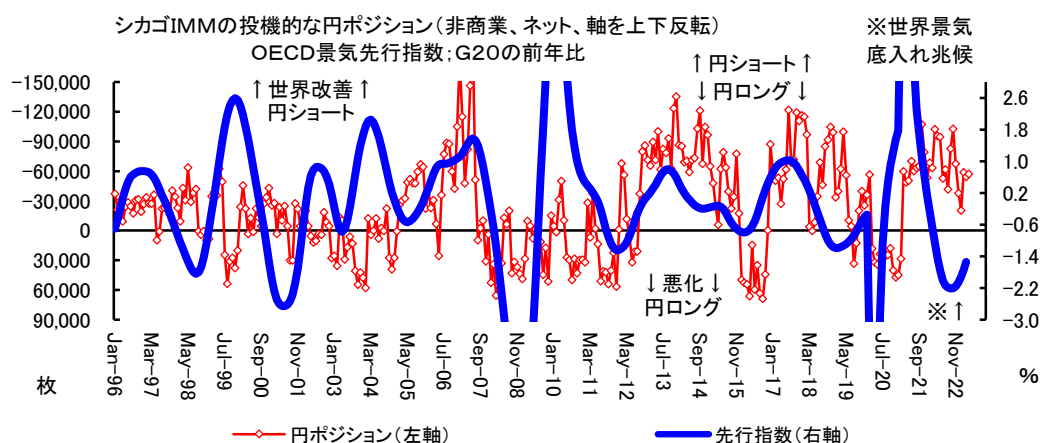
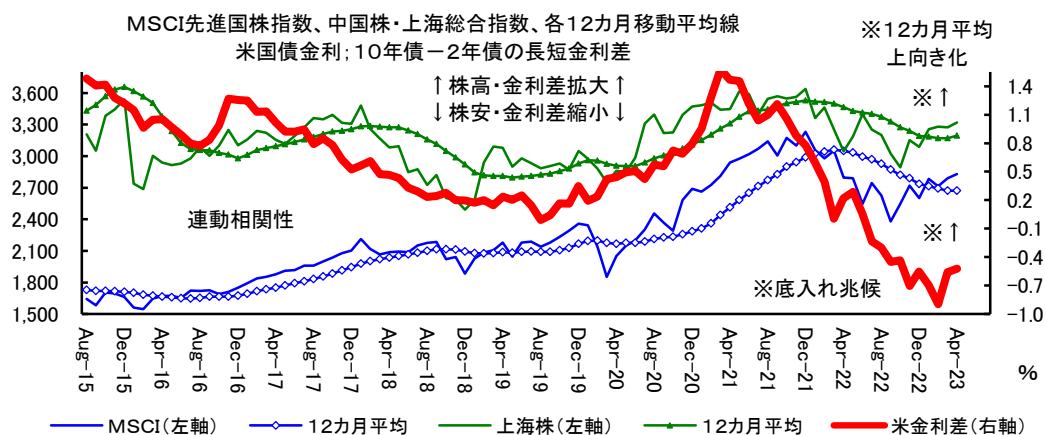
なお、日銀の植田和男新総裁は10日、就任会見で

「新日銀法以来25年間の金融政策の検証」と「賃金上昇が持続的に定着していくかの見極め」を指摘していた。内閣官房の経済担当は、「今後の自身の責任のもとでの緩和修正に対する慎重さが示唆されるとともに、物価2%目標の持続的な達成の多難さ、一方で前任の黒田東彦前総裁や自民党内でのアベノミクス支持派に対する配慮などが意識される」という指摘を行っている。

日銀新体制に対しては野党や日銀OBなどから「過去10年の黒田緩和の検証」を求める意見があるが、自民アベノミクス支持議員などからは、「異次元な緩和策を導入せざるを得ないほどの黒田総裁以前のデフレ重篤化」の責任を問う声が根強い。植田氏は双方の意見のバランスを取る形で、「25年間の検証」に触れた可能性がある。

日銀新体制が「25年の検証」を踏まえたうえで政策変更にくくとれば、一定の時間を要する。ただでさえ、植田氏は「大規模緩和を現状では継続する」と明言していた。今後の緩和修正で重要になる物価動向についても、「基調的なインフレ率がまだもう少し上がってほしい」、「今年の春闘で賃上げの動きが出ているが、今後も続いて定着するかどうか見極める必要」と慎重姿勢を示している。その点で日銀については長期金利の弾力化などはあっても、場合によっては来春の春闘を見極めるまで、基本的な緩和策が継続される可能性がある。





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。