

PRAEVIDENTIA WEEKLY (6月28日)

USD : 敗因と復活の条件

<要約>

年初来、多くの市場参加者の予想に反してドルが上がらず、足許は上値の重さが強まっている。その背景には米国債の好需給を受けた米名目金利の低下、米インフレ率の上昇と米実質金利の低下、そして不安定な米経常赤字ファイナンス構造、などがある。今後、Fedが来年初以降に利上げを開始し、それに伴ってドルが明確に上昇トレンドに向かうには、米国の名目金利上昇だけでなく、実質金利の上昇、米景気加速に伴い海外からの対米株式・社債投資が増加し経常赤字ファイナンスが安定化すること、更に米国内でも債券から株式への資金シフトが起こり米国債の需給が悪化することも必要だ。

年初でドル高が一服

年初にコンセンサスとなっていた相場テーマとして、アベノミクスを背景とした円安に加え、Fedのテーパリング（量的緩和縮小）を背景とした米金利上昇とドル高があった。もっとも、昨年12月FOMCで今年1月からの量的緩和縮小が実際に決定され、開始されたにも拘らず、米長期債利回りは低下した。ドルは昨年5月以降の「新興国から先進国へ」の投資テーマのもと、対新興国通貨では1-3月期までは上昇したが、その後は低下している（図表1、2）。ドル/円相場も年初1月2日に105.44円でピークをつけた後、100円台へ反落した。

確かに、米国では冬場の悪天候で経済指標が軒並み予想を大きく下回り、1-3月期GDP成長率は前期比年率で-2.9%と大幅なマイナスとなった。とはいえ、春以降は雇用統計を始め米経済指標の多くが持ち直してきているほか、直近では低迷していたインフレ率もようやく上昇し始め、FF金利引上げの早期化期待が芽生えつつあるにも拘らず、ドルは明確な回復を見せておらず、ドル/円も2月以降のレンジ（101-104円）の下限付近で軟調に推移している。

図表1：ドル相場と米10年金利



図表2：ドル実効相場、対主要通貨と対その他通貨



(注) 米ドル名目実効相場・対その他通貨 (OITP) に占める上位5通貨のシェアは、中国 36.9%、メキシコ 20.7%、韓国 6.7%、台湾 4.2%、ブラジル 3.9%で、米国の貿易面で重要な新興国通貨の動向を示す。

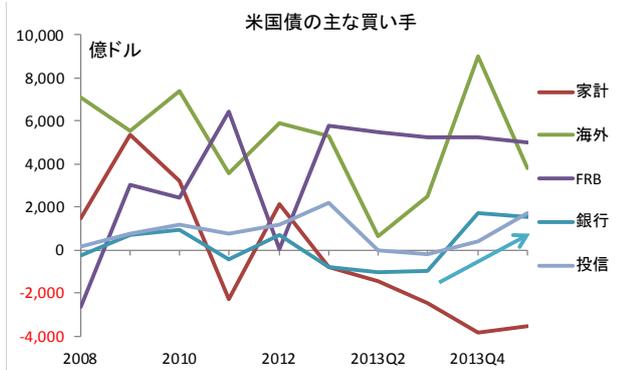
(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

米国債市場の需給改善で名目金利低下

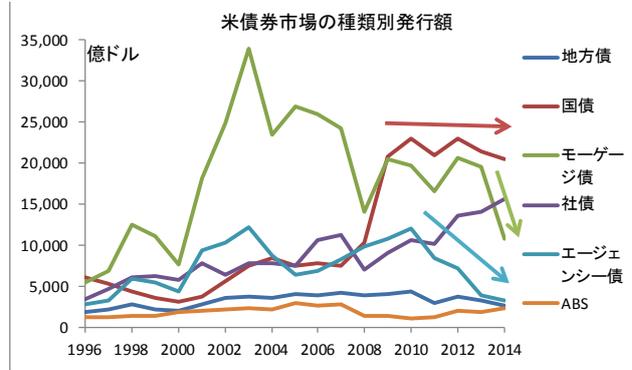
年初来のドル安の一因としては米長期債利回り（10年債）の低下が大きいとみられる。なぜ金利が低下しているのかについては、①冬場の悪天候を受けて米国経済に対する（高い）期待が後退したこと、②春以降の景気回復下でも Yellen・FRB議長がハト派姿勢を継続していること、③金融機関への規制強化の中で米国の金融機関が国債保有を増やしていること（図表3）、そして④これらを受けて金利が上がらなかったため、金利上昇に賭けて米国債をショートしていた向きが買い戻さざるを得なかったこと、などが理由として挙げられており、どれも一面の真理を捉えているとみられる。

これらに加えて米国債の需給改善も一因となっているかもしれない。米国の債券市場全体の年間発行額の推移をみると、今年にかけてモーゲージ債やエージェンシー債の発行額が急減している一方、国債は横ばい、社債が増加傾向にある（図表4）。投資家の債券市場全体に対するエクスポージャーが変わらないとすると、モーゲージ債やエージェンシー債を買っていた資金が、国債や社債市場に流れた可能性がある。特に、格付けや流動性の理由から社債を大きく積み増せない投資家は、国債投資を積み増した可能性があり、これが米国債需給を改善させ金利低下圧力となった可能性がある。また、FRBは年初より債券購入プログラムにおける月間購入額を減らしているが、年率換算では殆ど減少しておらず（図表3）、需給への悪影響は限定的だったとみられる。

図表3：米国債の主な買い手



図表4：米債券市場の種類別の発行額



（注）図表5の四半期計数（13年以降）は年率換算計数。図表6の14年計数は、5月までの計数を年率換算。
（出所）FRB 資金循環統計、SIFMA 統計を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

名目金利だけでなく実質金利も低下

名目金利だけでなく、実質金利（名目金利マイナス期待インフレ率）も低下していることが、ドルの地合いを悪くしている。米国では昨年末頃から期待インフレ率（インフレ連動債から抽出されるブレークイーブン・インフレ率）がじり高基調となっており、最近の実勢インフレ率（CPI、コアPCEデフレーターなど）の持ち直しもあって足許は上昇基調が強まっている（図表5）。こうした中、インフレ率上昇分をカバーするほど名目金利が上昇しておらず、むしろ名目金利は（特に中長期債利回り）低下していることから、実質金利は名目金利以上に低下、5年実質金利はまだ持続的にプラスに転じていない（図表6）。実質金利は、対米投資を用いて米国内ですぐに消費をする訳ではない海外投資家にとっては切実な問題という訳ではないが、長期的な通貨の方向性を決める要因として意識している投資家も多い。

図表5：米国の期待インフレ率



図表6：米国の実質金利



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

米国の経常赤字ファイナンスは不安定

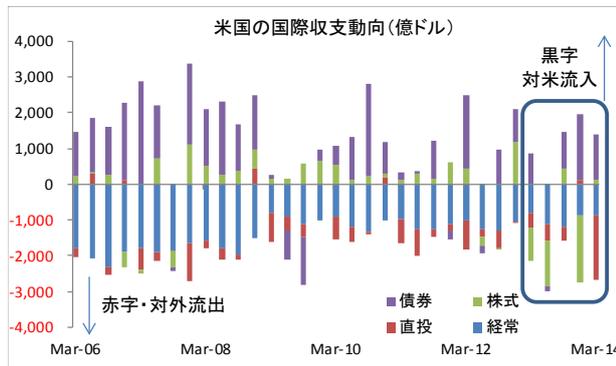
良く知られている通り、米国は消費・輸入大国で経常収支の大幅赤字を計上しているが、海外投資家からの債券や株式投資資金の流入で経常赤字をファイナンスしてドルの安定を保っている構造になっている。昨年以降、米国経済の回復が鮮明になった一方で中国の景気減速も鮮明になったことで、中国を中心とする新興国から、米国を中心とする先進国へ投資資金がシフトする、という見方が大きなテーマとなっていたが、実際に米国に（これまで以上に）巨大な資金が流入した証拠はない。むしろ、米景気の再加速がテーマとなったはずだった

にも拘らず、対米株式投資は昨年初以降ネットで米国から流出傾向が続いた（図表 7、8）。

こうした中、対米証券投資流入の殆どが債券投資で、中でも金融危機前のエージェンシー債や社債の発行にも分散して投資されていた状況と異なり、ほぼ米国債投資のみとなっており、かつ月次の振れが大きく、不安定な経常赤字ファイナンス構造となっている（図表 8）。また、一般的に言って、外国の債券に投資する場合、債券そのものから得られるリターンの変動よりも、為替の変動からくるリターンの変動の方が大きいことから、債券投資では為替ヘッジ率が高いと言われている（この場合、ドル売り）。本邦生保なども、米国債投資には為替ヘッジがかけられている部分が多い。このため、米国では、依然として巨額の経常赤字が月次変動の大きい米国債投資でファイナンスされており、かつその米国債投資も為替ヘッジが行われている部分が多いとすると対米投資に伴うドル買いは少ない可能性が高い。これが、ドルが上昇しにくい一因とみられる。

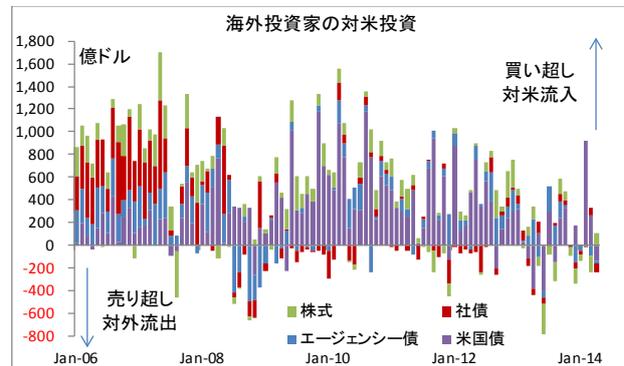
更に言えば、経常赤字についても、米国におけるシェール革命で米国の石油輸入依存度が低下し、貿易赤字・経常赤字が縮小、ドルを下支えするという見方があったが、これまでのところ赤字額が概ね横ばい圏内に留まっており、明確な改善傾向はみられていないことも投資家の失望を誘っているはずだ。

図表 7：米国の国際収支動向



（出所）米財務省、商務省統計を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8：海外投資家の対米投資



ドル復活の条件

以上みたように、このところのドルの上値が重い背景には、①米国債需給の改善を受けた名目中長期債利回りの低下、②同時に期待インフレ率が上昇している中、実質金利が低水準で低下基調、③不安定な経常赤字ファイナンス、といった要因が効いているとみられる。当社はテーパリングが終了した後、今年末辺りには米インフレ率（直近のコア PCE デフレーターは前年比+1.5%）が更に+2%に近づく中で、利上げ開始時期に関する議論が高まり、2 年名目金利の上昇が牽引役となってドル高相場になっていくとみているが、②でみたように期待インフレ率の上昇（恐らく半年で 0.5%ポイント弱）以上に名目金利が上昇しないと、持続的なドル高には繋がらない。また、米国の経常赤字ファイナンスについても、経常赤字の短期的な大幅縮小は困難な中、株式や社債市場に対してどの程度海外からの投資が増えるかが重要となるだろう。

米国債の需給については、今後の更なる Fed の資産購入プログラム縮小により「最大の買い手」からの購入が減少するだけでなく、米景気が加速し、「債券から株式へ」という資金シフトが起これば、米国の投信（mutual fund）の投資先も徐々に債券から株式にシフトし、米国債の需給が悪化し金利上昇圧力に繋がるだろう。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。
当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>