

PRAEVIDENTIA WEEKLY (5月2日)

円高に対する生命保険

<要約>

残存する円安期待の背景として、日銀追加緩和期待、GPIFの対外投資拡大に加えて、生保の対外投資を上げる向きもあるようだ。但し、生保の対外投資の年度内の月次パターンや、円相場の方向性との関連でみると、今年度中のドル/円押し上げ効果は期待薄だ。夏場の円高局面での押し目買いはあるかもしれないが、為替ヘッジ外に伴う本格的なドル買いはFedが利上げを開始する2015年央以降だろう。

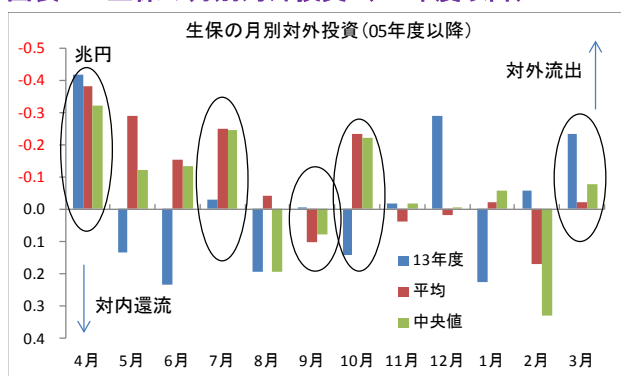
今年度運用計画：例年通り、相場次第で対外投資増

例年、4月に本邦大手生保の新年度運用計画が発表されるタイミングで、生保の外貨投資増加期待と共に円安期待が高まり易い。現在までに公表されている大手4社（日本、第一、住友、明治安田）の計画をみると、例年と同様に市場環境がどうなるか分からないため曖昧さは残しているが、先行きの円安進行期待を背景に、円高局面で「オープン外債」投資（投資額の全額分の為替ヘッジを行わない外貨建て債券投資）を増加する意向を示している先が多く、各種報道によれば明治安田は2000億円程度、住友は1000億円程度積み増す計画のようだ。

生保は逆張りの、ドル下支え役

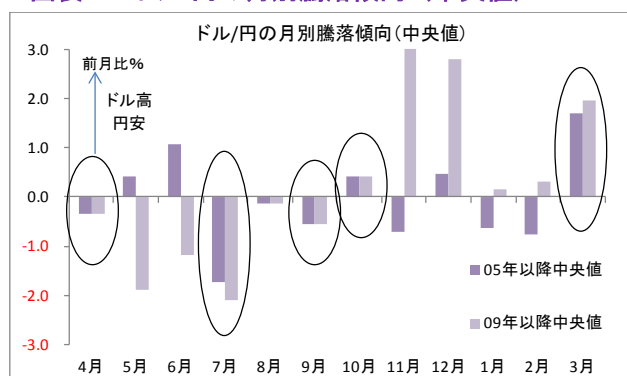
生保の対外投資については、月次動向をみると年度内で比較的明確な季節的なパターンが見られる。即ち、期初4月から7月にかけて1000～3000億円程度の対外投資の買い越し傾向が続いた後、上半期末の9月に一旦小幅な対日還流（リパトリエーション）が起こり、その後10月の下半期開始と共に再び2000億円程度の対外投資の買い越しが起きた後は鳴りを潜め、年度末前の2月に1000億円程度のリパトリが再び起こる、というパターンだ（図表1）。このため、4月に生保の対外投資によるドル/円押し上げ期待が高まり易いのは統計的根拠があるといえる。但しこれはドル/円の季節的な変動パターン（図表2）と必ずしも一致しておらず、むしろどちらかというと、ドル/円が軟調な4月や7月に対外投資を増加する傾向をみるに、逆張りの投資スタンスであることから、ドル/円の押し上げ要因というよりは、下支え要因といえよう。

図表1：生保の月別対外投資（05年度以降）



（出所）財務省統計等よりプレビデンティア・ストラテジー作成

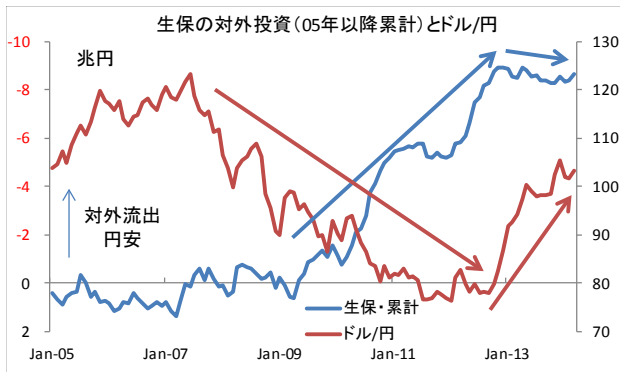
図表2：ドル/円の月別騰落傾向（中央値）



より長期的に生保の対外投資を為替相場（ドル/円）との関連でみても、生保の逆張りの投資スタンスが浮き彫りになる。リーマンショック後の円高進行局面では、09年度に1.7兆円、10年度に4.5兆円と巨額の買い越しを行っており、円高局面で押し目を狙って対外投資を大きく増やす傾向がみられた（図表3）。他方、アベノミクス（期待）の下で円安に転じた2012年10月以降は殆ど買い越していない。2012年度中は2.7兆円と大幅な買い越しだが（図表4）、大半（2.5兆円）は2012年9月までの円高局面における買い越しで、アベノミクス下における大幅円安局面ではむしろどちらかというと小幅売り越し（対日還流、リパトリエーション）が優勢

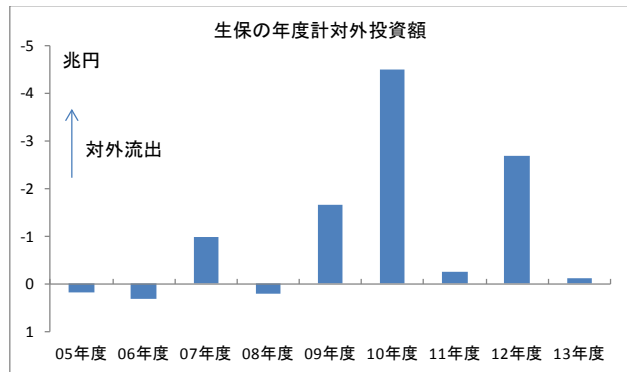
となっている。

図表 3：生保の対外投資（累計）とドル/円



（出所）財務省統計等よりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：生保の年度計対外投資額

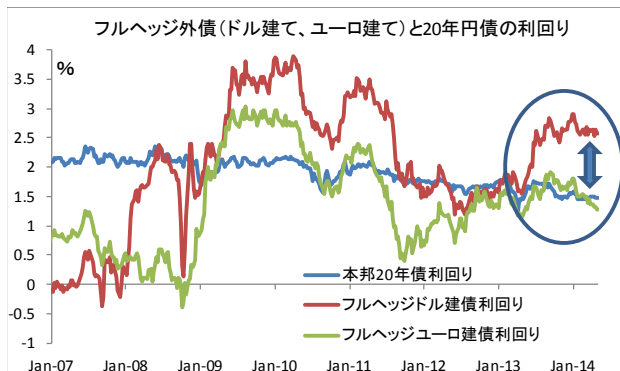


為替ヘッジ外しがより重要に

上記でみたのは、運用資産中の外国資産（外国債券、外国株式）のネット買い越し額についての動きをみたものだが、生保については保有外国資産の為替ヘッジ率の変更も重要だ。生保の保有外国資産の殆どはドルやユーロ建ての債券で、このうち為替ヘッジ率を機動的に変更させて為替の変動からリターンを得ようとする「オープン外債」と、米国の長短金利差の大きさを利用して、長期債に対して短期で為替ヘッジをすることにより、為替リスクなしで円債よりも高い利回りを得ようとする「フルヘッジ外債」とがある。このうち、フルヘッジ外債については、ドル建てについては依然として円債と比べて利回りが高く（図表 5）、明治安田など一部大手生保では残高増しを検討している先もあるくらいだが、オープン外債については、円安局面ではトレンドフォロー的に為替ヘッジ率を引下げ、ドル買い円売りが行われていた可能性が高く、ドル高円安の動きを助長した可能性はある（但しこうした為替ヘッジ率変更に伴うドル買いは統計には現れない）。

もっとも、より重要なのは 2015 年央以降に Fed が利上げを始めた場合の、生保が保有するフルヘッジ外債の為替ヘッジ外しの動きだ。過去、Fed が当時としては非常に低金利であった 1.0% に FF 金利を維持していた際にもフルヘッジ外債が人気だったが、その後 2004 年から 2006 年にかけて Fed が毎回の FOMC 会で利上げを行うと、為替ヘッジコスト（米日短期金利差）が上昇してフルヘッジ外債の利回り（魅力）が大きく低下したため、むしろ米金利上昇からくるドル高の恩恵を与かろうと、為替ヘッジ外し（ドル買戻し）が一斉に行われ、ドル押し上げに寄与した（図表 6）。今後 Fed が 2015 年央以降に、前回ほどのスピードと幅ではないにせよ利上げを開始すると、同様の動きがドル/円を押し上げる原動力になる可能性が非常に高い。

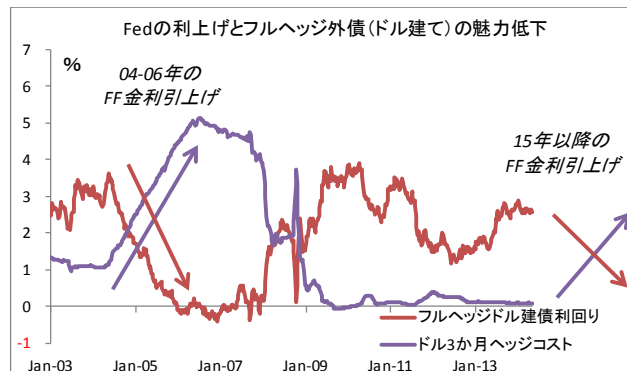
図表 5：フルヘッジ外債と円債利回りの比較



（注）フルヘッジ外債の利回りは、米独各々の 10 年債利回りから、短期為替ヘッジコスト（米日 3 か月金利差）を引いて算出。

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：米利上げによるフルヘッジ外債の魅力低下



ドル/円見通しと生保の動き

当社はドル/円が年初の 105 円台で既に今年のピークをつけたとみており、現在は 102 円を挟んだ横ばい圏内の

動きが続いているが、夏場にかけては日銀の追加緩和期待の更なる後退などから、季節的な円高傾向も手伝って 100 円を割り込み 95 円もあるとみている。この間、生保は通常の年度内の季節的パターンからすると上半期末の 9 月にかけては対外投資が細り、むしろ売り越しとなって円高傾向を助長する可能性もあるが、来年にかけて米 FF 金利引上げを睨んだドル高期待があることから、長期的な押し目買いの好機とみて、主にドル建ての対外投資を増やし、ドル下支えに寄与するとみられる。

そして、来年の半ば以降、Fed が FF 金利引上げを開始すると、為替ヘッジコストの高まりからフルヘッジ外債の魅力が低下し、為替ヘッジ率を低下させる、即ちヘッジのために売っていたドルを買い戻す可能性が高い。昨年末現在で生保は全体として総資産 336 兆円のうち、51.2 兆円の外国資産を保有しており、為替ヘッジ率が年間 10%程度引き下げられると 5 兆円程度、月間 4000 億円程度のドル買いに繋がる。米利上げ期待の高まりにより、利上げ開始以前から他の投資家のドル買いが始まっている可能性が高いが、生保の為替ヘッジ外しはそうした動きを助長するフローになるだろう。このため、今年後半の 100 円割れが最後の円高局面になり、2015 年は米短期・中期金利の上昇を伴ってドル/円は 110 円を目指す展開になるとみている。

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すようお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとさ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います。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