



コラム

「柏原延行」の Market View

98 仮に、100円超の円高が進展した場合の対応策は（その1）？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

3月8日に、財務省から国際収支統計（1月、速報）が発表されました。

今回の発表された統計では、（海外とのモノやサービスなどの取引状況を示す）経常収支が6,074億円の黒字で、東日本大震災後の1月としては最も大きい黒字額となりました。黒字幅の拡大は、モノやサービスの輸出から得られる代金や海外への投資からの配当などの（合計値としての）受け取り超過額が増加したことを示しています。

また、暦年でも、2014年に約4兆円まで落ち込んだ経常収支の黒字額は、2015年に約16兆円、2016年に約20兆円、2017年（速報）に約22兆円と、基調として経常収支の黒字額が増加しています。

経常収支が黒字であることは基本的には（わが国に）外貨の受け取りがあることを示します。そして、この外貨が円に転換されるのであれば（本邦企業の国内での配当金支払いや設備投資、モノの購入には円が必要です）、外貨売り・円買いが行われるため、外貨安・円高要因となります（実需の円高要因と呼ばれることがあります）。

前述の通り、経常収支の黒字額は2014年に底をうったものの、（為替相場を年末ベースで見た場合）2013年末に105円の前半であった米ドル/円は、2015年末には120円台前半となっており、少なくとも、この期間においては、（理屈とは異なり）経常収支の黒字額拡大と米ドル高・円安が同時に進展しています。また、2017年では、経常黒字の変化と比較して、米国と日本の金利差に対する思惑が、一層為替の決定要因として強かったと思われます。したがって、（黒字額が臨界点を越えたとの考え方はありうるにしろ）、急に経常収支黒字の増加基調が米ドル安・円高要因として効き始めるとの解釈には、私は違和感を感じます。

それでは、2018年になって、米国長期金利は上昇し、（少なくとも長期金利の）日米金利差は拡大したにもかかわらず、どうして米ドル安・円高が進展しているのでしょうか？

これには、トランプ大統領の通商政策に対する思惑のような（従来より）強い材料がでてきたと説明することが一番簡単なのですが、あえて、視点を変えて、2017年の主役であった（と考えていた）「日米金利差という要因」の「将来に対する予見性の確からしさ」が弱くなったかを考えたいと思います。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

まず、米国の金利上昇に対する思惑が弱くなったとは思えません（むしろ、インフレ懸念は強まっていると感じています）。とすれば、日本の金利が上昇することで、日米金利差が拡大しないと考える人が増えた場合に、「将来に対する予見性の確からしさ」が弱くなったと捉えることができます。これは、日本の金融政策について正常化（出口と呼ばれることがあります）が市場参加者に意識され始めたことと捉えることもできそうです。

私自身は、日本において、金融政策が正常化に向かう時期は、まだまだ先であると考えていますが、市場には日銀が金融政策の正常化に向かう時期が近いとの見方が一定以上ある可能性があります。

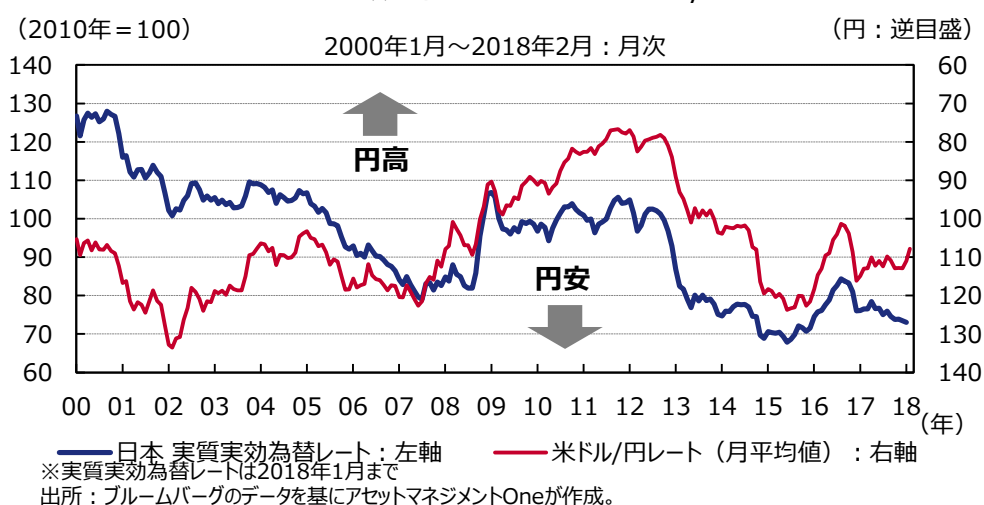
それでは、「トランプ大統領の通商政策全体に対して、日本が及ぼすことができる影響力は限定的」と考えざるを得ない中、仮に100円を割れるような米ドル安・円高が進展した場合に（なお、**私は円安を見込んでいます**）、日本にとって選択可能な政策はどのようなものとなるのでしょうか？

（短期間で大きな為替変動を除き）米ドル買い・円売り介入は、（政治的に）困難であると考えます。この考え方の根底には、今の円の水準が本邦企業の経済活動を困難にさせるような「大きな円高水準」にあるかについての疑問があります（逆に、（今の円の水準では）企業に与える影響は限定的と考えることもできます）。

「日本の実質実効為替レート（青）」と「米ドル/円（赤）」を示します。実効為替レートとは、「特定の2通貨間の為替レートをみているだけでは捉えられない、相対的な通貨の実力を測るための総合的な指標です。具体的には、対象となる全ての通貨と日本円との間の2通貨間為替レートを、貿易額等で計った相対的な重要度でウェイト付けして集計・算出したもの」（日銀ホームページからの引用）です。そして、この実効為替レートに、物価調整を施したものが実質実効為替レートです。

これをみると、（過去との比較では）今の円の水準が前述のような大きな円高水準と理解することは困難です（図表1）。

図表1：日本の実質実効為替レートと米ドル/円レートの推移



枚数が尽きてしまいました。次回以降に、円高が進展した場合の対応策をさらに考えたいと思います。
(2018年3月9日 9:00執筆)

【当資料で使用している指数についての留意事項】
ございません。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。