



コラム

「柏原延行」のMarket View
#44 鋭敏な感覚（月刊バージョン）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

2月に入り、まだ寒い日は続くものの、満開の梅の木など、春の訪れを連想させるサインが目に入るようになってきたように思います。

今回のコラムは月刊バージョンとして、写真付きでお届けします。

私は学生時代を関西ですごしたこともあり、2月になると滋賀県長浜市で催される盆梅展を訪れていました（梅の盆栽を日本家屋の中で楽しむことができます、家屋の中では通常あまり感じない梅の香りを楽しめます）。そして、長浜のもう一つのお目当ては、「琵琶湖のイメージにぴったりのセリ」が沢山入った鴨すきです。私にとって、この料理は春の訪れを連想させる味です。

しかしながら、東京から「盆梅」と「鴨すき」だけを目的に滋賀県まで行くことは、今の私にはいささか困難であり、すっかりご無沙汰しています。

そこで、ブリア=サヴァランの美味礼讃を読んで以来、ジビエに憧れている私は、（もちろんスーパーで買ったものですが、鴨すきならぬ）鴨肉のステーキに挑戦してみました。

鴨肉のステーキは、皮目面だけを焼き、大量に出てくる油を、肉側にスプーンなどで回しかける「アロゼ」と呼ばれる調理方法で火入れをします。牛肉などとは異なり、鴨肉は通常は厚さが均一ではないため、厚い部分には手厚く油を掛け、一方で、薄い部分には手加減をして、火入れする必要があります。

料理の情報をみると、鴨肉を押したときの弾力で火入れの程度は判断できるとあるのですが、残念ながらこのような（料理に関する）鋭敏な感覚は、少なくとも現在の私にはありません。結果として、生焼けが怖いので、つい火を入れすぎ、ロゼ色の鴨肉を楽しむことができませんでした（再挑戦の予定です）。

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。

【鴨肉のステーキ】
（筆者料理・撮影）



さて、トランプ大統領は、大統領に就任してからのわずかの期間に、大統領令など新たな政策を打ち出してきています（政策の是非は別にして、平和的な政権交代によって、これまでの政策を変更できることは、民主主義の大きな利点ですね）。

これまで、トランプ大統領が米ドル安を望むか否かについては、様々な見方がありました。

しかし、この点については、「（貿易相手国が）通貨安の市場を享受し、米国はばかをみている」とトランプ大統領が発言したとの報道が流れ、（少なくとも短期的には）トランプ大統領は米ドル安を望むことが明確になったようです。

日本の為替政策に対する批判が正確な事実認識にもとづくものであるか否かについては、様々な見解がありますが、投資家としては、少なくとも当面の間は、米ドル安・円高が進展するリスクに対する配慮と、為替に対する考え方の整理が必要であると考えます。

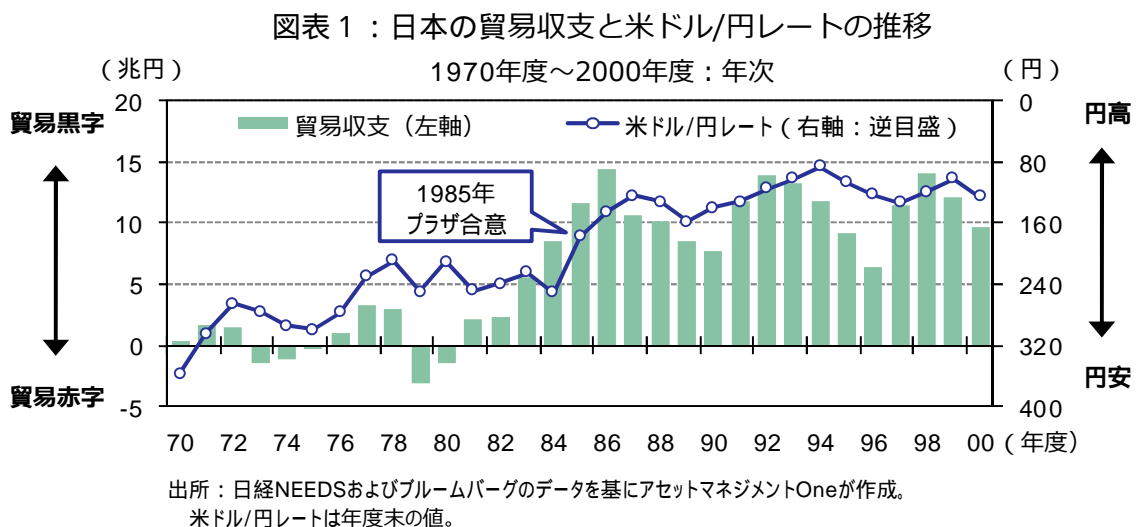
そこで今回のコラムでは、1年度ほど前にもご説明した内容と重複するのですが、（現時点で私が重要であると考える）為替変動を説明する4個の考え方（理論）をご紹介します。

4個の考え方としては、「通貨の需給に注目したもの」、「その通貨が属する国の通貨の供給量に注目したもの」、「その通貨の投資採算に注目したもの」、「経済合理性に注目したもの」です（これらに関する内容説明は、後段の「ちょっと確認」のコーナーでさせていただきます）。

これらのうち、どの要因が実際の為替レートに大きな影響を与えるかは、相場のテーマが移り変わるのと同様に、時期によって異なります。

ここ1年程度の為替市場（米ドル/円）では、「日米金利差の拡大を要因として米ドル高・円安進展するとの見方（その通貨の投資採算に注目したもの）」が有力であったと思います。そして、この考え方を「米国の政策金利は引き上げ傾向にあるとの現在の経済・投資環境」にあてはめると、米ドル高・円安との結論が導かれやすいと考えます。

しかし、前回のコラムでも申し上げた通り、トランプ大統領は不均衡な貿易の是正を大胆に進める可能性があり、貿易黒字・赤字の大きさやその増減が、1985年～1990年頃と同様に、為替の方向性を決定する要因として強く働く可能性があるように思われます（図表1）。

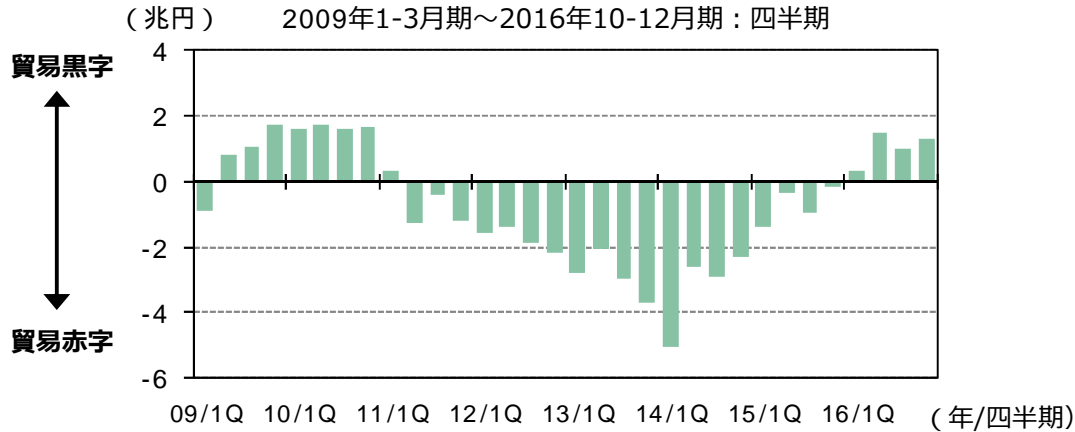


本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

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。

そして、東日本大震災の後に貿易赤字に転じた日本の貿易収支が、足元において黒字基調であることが、とても気になります（図表2）。

図表2：日本の貿易収支の推移（2009年以降）



（米国の）貿易赤字との表現はとても強い言葉であり、なにか「損」をしているような印象を与えますが、単に米国の輸入金額が輸出金額を上回っていることを示すだけで、米国が「損」をしているわけではありません。

また、経済学の教科書では、貿易赤字の発生根拠については、貿易政策ではなく、「所得（消費＋貯蓄）と比較して、支出（消費＋投資）が大きい」ことによってもたらされるとの考え方も有力です（直感的には理解しにくいですが）。

トランプ大統領の拡張的な財政政策は米国内の企業や個人の支出増加を促すと考えることが自然ですから、上記の経済理論に従えば、今後、（米国の）貿易赤字が拡大する可能性があります（80年代の貿易摩擦時には、日本政府が黒字国日本の内需拡大、ようするに国民の支出増加を呼びかけました）。

しかし、米国内の支出増加により米国の貿易赤字が拡大すれば、（本当にそう思っているかは別として）「不公正な貿易が増加している」と解釈される可能性も考慮する必要があるように私には思えます。

したがって、私は、為替の決定要因として、（ここ1週間ほどで）貿易収支統計の重要性が従来より大きく高まっているとの認識のもと、投資判断を行うべきと考えています。

トランプ大統領の政策自体や市場に与える影響については、表面的な言葉の強さによって判断を誤らない、鋭敏な感覚を持った深い分析による情報提供に努める所存です。

なお、次ページからは、為替レートの決定理論に関する私なりの見解をご紹介します。

* * ちょっと確認：柏原が重要と考える為替レートの決定理論（一部過去のコラムからの再掲載） * *

1．通貨の需給に注目

1 番目は、通貨の需給に注目した考え方です（以下では、分かり易くするため、「日本：円」と「米国：米ドル」の関係のみを考えます）。

需給に注目した考え方からは、貿易収支黒字国の通貨は上昇しやすいとの結論が導けます。

日本の貿易収支が黒字の場合は、製品等の輸出金額が、エネルギー等の輸入金額を上回り、企業等を全体として見た場合に、米ドルを入手していることを示します。この場合、円ベースでコストを支払うことなどを目的として、企業等は米ドルを円に交換する可能性が高く、円高要因となります。

円高が急速に進んだ85年のプラザ合意前後では、日本の貿易黒字が急拡大しており（前述図表 1、貿易摩擦です、日本車をハンマーで壊す等のパフォーマンスを思い出しますね）、この時期における円高は貿易収支の黒字の影響と説明できると考えます。

2．通貨の供給量に注目

2 番目は、その通貨が属する国の通貨の供給量に注目した考え方です。

通貨の供給量に注目した考え方からは、中央銀行によるマネタリー・ベース（中央銀行に金融機関が保有する口座の残高 + 市中現金）等、通貨の供給量が増加すれば、その通貨は下落しやすいとの結論が導かれます。「通貨の供給量」が、「実体経済が必要とするお金の量(需要)」を上回れば、通貨価値が下落すると考えるわけです。

通貨供給量の拡大を既に中止した米連邦準備制度理事会（FRB）とは異なり、日銀は通貨供給量の拡大を継続しており、このことは円安要因と考えます。日本の異次元緩和（2013年4月）以降の時期においては、マネタリー・ベースの急拡大に合わせ、円安が進行しているようにみえます。

しかし、足元では、日本の通貨供給量が拡大しているにもかかわらず、円安進行に歯止めが掛かっていることもあり、通貨供給量に注目する見方については、現時点ではあてはまりにくいと考えます。

3．通貨の投資採算に注目

3 番目は、その通貨の投資採算に注目した考え方です。

投資採算に注目した考え方からは、経済が好調な国では、通常、投資採算（債券などの投資採算、金利など）が高くなるため、通貨は上昇するとの結論が導けます。すなわち、採算性が高い通貨で運用を希望する人が増えるため、採算性の高い通貨は上昇すると考えるわけです。

したがって、（日本との比較で）米国の経済が底堅く推移し、投資採算の違い（金利差）が拡大するor 拡大すると人々が予想すれば、高い採算性を求めて円から米ドルに資金が移動し、円安要因となります。

バーナンキショック（2013年5月）以降では、政策金利の方向性の違いから金利差拡大が意識され、（2番目の要因と相俟って）円安が進展したと思われます。

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。

4 . 経済合理性に注目

最後の4番目は、経済合理性に注目した考え方です。

例えば、自国の1年金利が0%で、(海外の)投資先の国の金利が5%と仮定します。

金利が0%の自国で運用した場合は、資産の価値は1年後も現在と同じです。一方で、金利が5%の海外で運用した場合には、資産の価値は1年後に5%分増加します。

そして、海外で運用した場合において、自国での運用と同様に、通貨の変動リスクを負わないためには、自国通貨から投資先通貨に交換したうえで、投資先の国の1年物商品で運用開始し、③1年後に投資先通貨を自国通貨に交換する取引(先渡取引と呼ばれます、予約に似た概念です)を投資開始時点においてまとめて行う必要があります。

通貨の変動リスクを負わない場合、自国で運用した場合と同じ投資成果になるため(経済合理性から「フリー・ランチ(無料の昼食)」はない)、金利差による果実は、「③先渡取引の予約交換レート」が、不利になることで相殺されます(具体的には、現在と比較して高金利通貨の価値がほぼ5%低いレートでしか、低金利通貨に交換予約できません)。

それでは、の取引のみを行い、「③1年後に投資先通貨を自国通貨に交換する取引(の予約)」を行わなかった場合はどうなるのでしょうか。

実はこの場合でも、金利差分だけ高金利通貨は下落する(低金利通貨は上昇)との考え方があります(カバーなし金利平価説)。高金利国は、通常高インフレ国であるため、「インフレの分だけ通貨価値が減少する」との直感と整合的な結論です。

カバーなし金利平価説からは、日本におけるバブル崩壊局面とその後の経済停滞局面におけるデフレ的環境(低インフレ率と低金利)が円高を招き、これが輸入物価の引き下げを通じて、さらなるデフレ要因となったと考えることもできます。仮に、単純にひとつの国において「ア.景気好調、高い金利、インフレ的局面」、或いは「イ.景気低迷、低い金利、デフレ的局面」が揃って発生するのであれば、3番目と4番目の考え方は、逆の結論を導く可能性があります(一筋縄ではいきませんね)。

以上、私が重要と考える為替レートに関する理論を4個ご説明しました(なお、上記以外にも、購買力平価等、異なる考え方が存在します)。

ご参考になれば幸いです。

* * ちょっと確認 : おわり * *

(2017年2月3日 9:00執筆)

【当資料で使用している指数について】

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4.104%（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りますため、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場合があります。

【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。