



コラム

「柏原延行」の Market View

99 仮に、100円超の円高が進展した場合の対応策は（その2）？

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。

前回の [\(その1\)](#) では、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おり、この動きは（理屈としては）外貨安・円高要因（実需の円高要因と呼ばれることがあります）となることをご説明しました。

一方で、この期間に必ずしも米ドル安・円高になっていないこととお話した上、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考えていることをご説明させていただきました。

わが国では、2019年10月には消費税率の引き上げが予定されており、引き上げを実施するか、否かの最終判断は、2018年末頃に行われる可能性が高いと思われます（公文書の書き換え問題が影響を与える可能性があります）。このような環境の中で、米ドル/円で100円を超えるような円高が発生した場合、（実際の企業収益は一定程度底堅いと私は考えますが）企業が発表する2019年3月期の業績予想は保守的なものになることに加え、市場や消費者、企業の心理に悪影響を与えることは明白です。

したがって、秋の自民党総裁選から2018年末頃にかけては、企業収益の悪化観測の発生やこれに伴う株価の下落を防ぐ誘因が政府にあると考えることは自然であり、100円を超えるような円高が進展した場合に、わが国の政府や日銀はなんらかの対応策を打ち出すと考えます。

私が思うに、円高対策には、3つの手段があり得ると考えます。

まず、為替水準を変動させることを目的とした為替市場への介入です。

（その1）でご説明したとおり、経常収支の黒字は、民間部門の（実需の）米ドル売り・円買いをもたらしている可能性が高いですから、円高になることは自然なことです。とすれば、需給的観点からは、上記民間部門の動きに対応するため、政府部門が米ドル買い・円売りの取引を行えば、円高の動きは止まるはずですが。

しかし、（その1）でご説明したように実質実効為替レートで必ずしも過度な円高が進んでいるとはいえない状況の中、外国政府との関係性を考えると（投機的な動きによる短時間での大幅変動でもないかぎり）介入は政治的には難しい面があると思われます。

※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。

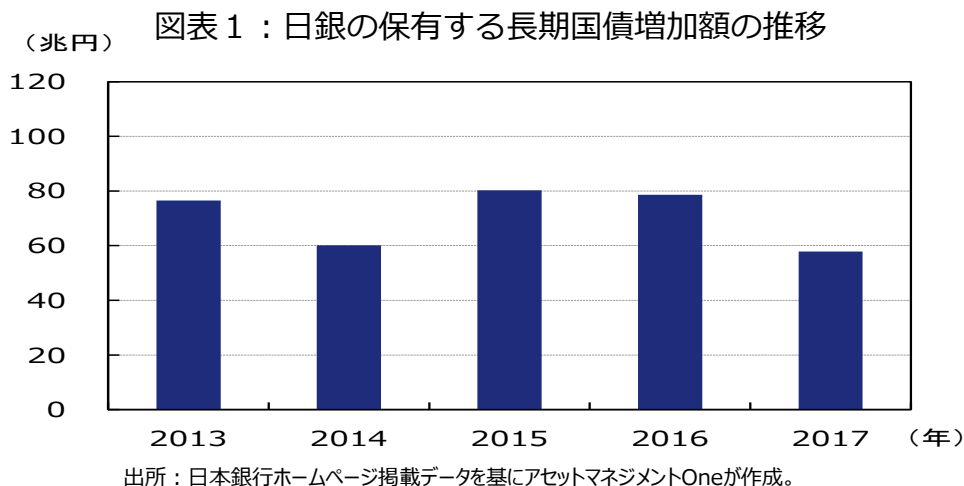
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

2つめの手段としては、米ドル高・円安に働く要因の力を強めることです。

この観点からは、2017年の為替市場に大きな影響を与えたと思われる「日米金利差に対する思惑」を利用することが、有力な手段になると思われます。（その1）でもご説明した通り、「日米金利差に対する思惑」が為替の決定要因として弱くなった理由は、米国にあるのではなく、日本が金融正常化に向かうとの見方を持つ投資家が一定程度存在することにある（以下、正常化観測）と考えるため、日銀が「正常化観測」を否定するような材料を提供することが必要と考えます。

物価上昇率目標2%が達成できていない中でも、正常化観測が根強い理由の一端は、「日銀がめどとしている長期国債保有残高の増加額年間約80兆円が、2017年に約58兆円まで減少していること」などがあります（図表1、明示しない先細り（ステルス・テーパリング）と呼ぶ人もいます）。そこで、保有額の増加ペースを再加速させることは有力な手段ですが、再加速と10年国債金利をほぼゼロに操作するという金融政策は両立出来ない可能性があります。なぜなら、保有額を増加させようとするれば、通常は自然体より高い値段（低い金利）で長期国債を購入する必要があり、操作目標以下への金利の低下を招く可能性があるからです。

したがって、いまのフレームワークを維持しながらの新しい追加緩和策（例：ほぼゼロへの誘導する国債の年限を10年から一層長い年限に切り替えるなど）を日銀が採用することは、有力な対応策になると考えます。



最後に、3つめの手段としては、政治的なリーダー・シップ、具体的には、米国と日本の緊密な連携を市場に示し、通商問題における日本の立場を明確化することです。

現在のトランプ大統領と安倍総理の関係は、「親密である」と評価できるとの報道を皆さんも目にされているのではないかと考えます。私は、場合によっては、4月に予定されている安倍総理の訪米が為替相場安定のきっかけになる可能性を考えています。

次回以降で、この3つめの手段について、もう少し詳細にご説明させていただきます。

(2018年3月16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。