

ストラテジーブレティン (180号)

円高要因はほぼ消えた、アベノミクス相場再開へ

第7回 東日本大震災復興支援

日本復活と投資を語る義援金セミナー 2017

『未来を創る 子供たちの為に今できることを』

日時：2017年 5月 13日 (土) 13:15～
会場：東京証券会館 8階大ホール



武者 陵司



高松 一郎



牛尾 貴



張谷 幸一



河北 博光



鈴木 行生



高成田 享

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp
〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

2011年の震災の年から年に1度ボランティア活動として、各方面のご協力を得て義援金セミナーを開催しています。未来を展望しつつ足元の情勢と投資を語り合う場を提供したい、そんな思いで今年も第7回目となる義援金セミナーを開催することになりました。

日時 2017年5月13日(土)

会場 東京証券会館 8Fホール 13:15～16:20 (12:45受付開始)

詳細・お申込みは、武者リサーチ HP より ↓ ↓
<http://www.musha.co.jp/news/detail/58ae45f6-5440-463d-a33c-6f7285f2cfe7>

3月後半からの世界的株価調整はトランプラリー(株高・金利高・ドル高)の巻き戻しというテクニカルなものであり、日柄と値幅の調整は大方済んだとみられる。懸念された地政学不安も、フランス大統領選挙で親EUのマクロン氏勝利の可能性が高まったことで、いったん終焉しよう。昨年に関した二つのまさか、英国国民投票でのBrexit賛成投票や米大統領選挙でのトランプ氏勝利が、株価の暴落どころか急騰の起点となったことなどを見ると、地政学不安はテクニカル売りの口実であったこと、それは絶好の買い場を提供すること、が分かる。

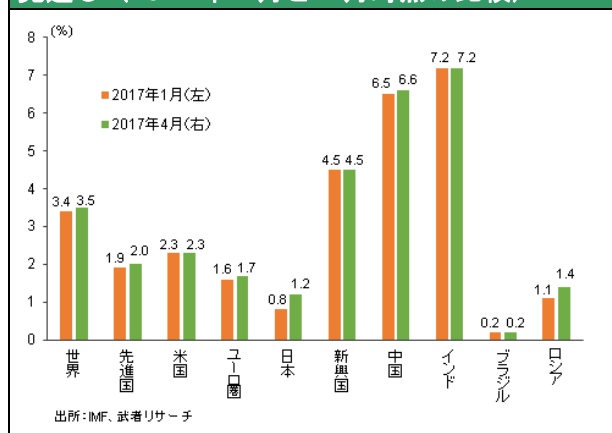
(1) 好調な世界経済、世界的株高続く

珍しくアップビートのIMF

IMFは4月18日、2017年の世界経済見通しを控えめに引き上げた(1月時点見通し3.4%を3.5%へ)。が、コメントでは「世界経済は勢いを得つつあるようだ、現在はその転換点にある可能性がある」としており、エコノミストの心証が相当強いことがうかがわれる。中でも

日本の見通しが1月時点の0.8%から1.2%へと英国(1.5%から2.0%へ)と並んで大きく引き上げられていること、先進国中では米国が2.3%と最も高い成長見通しとなっていること、が注目点である。実際世界同時好況と言えるほどに全地域において景況の好転が顕著である。

図表1：IMF主要国・地域の2017年経済成長見通し（2017年1月と4月時点の比較）



当分続く世界同時好況

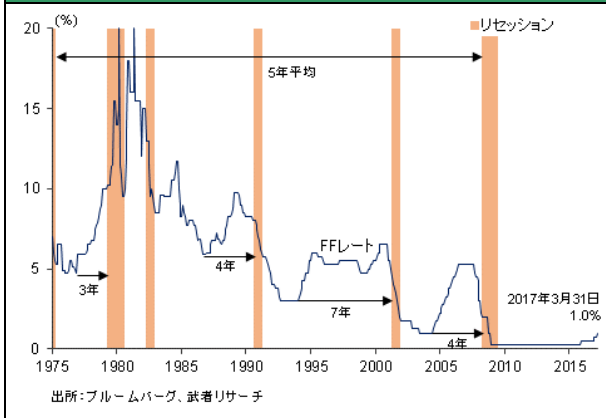
情報インターネット革命に支えられたイノベーションと生産性向上により、企業業績の向上が著しい。好業績に支えられて世界的な投資ブームが起こりそうな気配が濃厚である。米国ではトランプ政権によるビジネスにやさしい政策への期待が企業家心理を大きく押し上げている。中小企業景気楽観指数はリーマンショック以降 88～96 で推移していたが、昨年12月以降 104 前後の過去最高水準へと大きくジャンプした。米国利上げは始まっているものの金融緩和姿勢は根強く、世界的に投資資金は潤沢かつ低金利であり、起業家のアニマルスピリットが大きく前進しているのである。原油価格上昇による資源・エネルギー・鉱業部門の回復に加えて、2015年から2016年にかけて停滞していたハイテク景気循環が拡大局面に入っている。ハイテク製品の在庫調整完了、プロダクトサイクルの好転、中国での半導体・液晶投資の急拡大などが背景にある。日本でも半導体製造装置受注、電子部品受注、工作機械受注などが内需・外需向けともに浮上してきた。

世界的リスクオン、米国株高トレンド復元へ

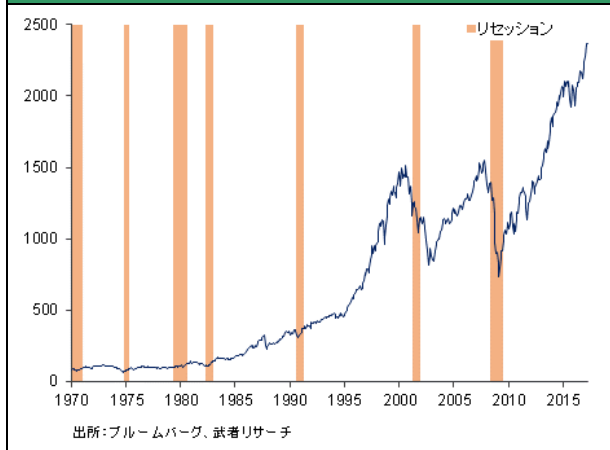
中国における今秋の5年に一度の共産党大会の後も財政金融の経済テコ入れが続くかどうかに関して注視し続ける必要はあるものの、今の世界的景気拡大は当分続きそうである。なんといっても情報化の進展と新興国の低賃金労働により賃金が抑えられインフレ圧力が小さいので、金融引き締めが抑制的と考えられていることが大きい。米国では最初の利上げからリセッションに陥るまでの期間は最低3年、最長7年、平均5年であるが、現在はまだ一年余り、リセッションに陥る心配はここ数年著しく低いと考えられている。リセッションが到来しない限り株価はピークアウトしないという経験則を重ねて考えれば、今の株高トレンドの持続性は高いと見ざるを得ない。このように見ると今の急落はトランプラリーのテクニカルな調整であり、金利低下・株安・ドル安と言った一連の巻き戻しは日柄と値幅で出直るとみられる。現在8割方調整は完了しているのではないか。好調なファンダメンタルズに加えての、①FRB利上げ、②期待される減税、③物価・原油堅調、を考えれば金利先高観は強く、ドル高が長期的趨勢であろう。

米国株式が再度史上最高値を更新するとなれば、リスクオフの円高も限定的、1ドル108～110円程度が円高の限界になるのではないか。以下に述べるようにもはや円高要因はほとんどなくなっている。日本株式も米国主導の世界株高に合流していこう。

図表2：米国における最初の利上げからリセッションまでの年数



図表3：S&P500 指数とリセッション



(2) 日本株の高ボラティリティー、円相場との連動で増幅、投機的に

極端な荒れ市場、日本株

日本株式は世界で最もボラティリティーが高いという特徴がある。今回の調整局面でも日本株式は世界主要市場の中で最も下落が大きかった。それは、日本株式がとりわけ大きく振幅するドル円レートに連動しているからである。リスクオフ時には米国株安に加えての円高となり日本株はより売られる。リスクオン時には米株高に加えての円安により大きく上昇するという共振性である。投機家にとって日本株式は格好の鉄火場なのである。

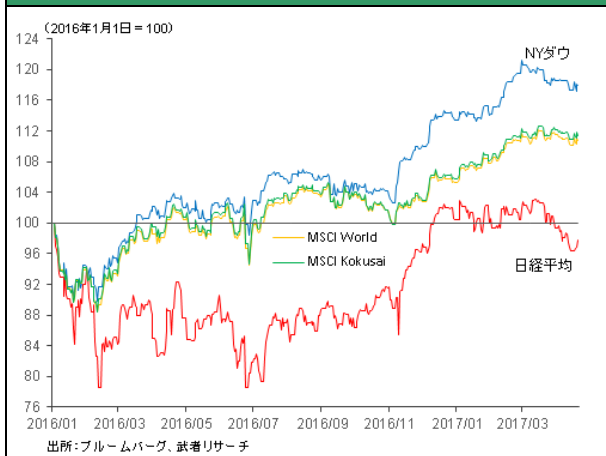
その要因としては、

- 1) 日本株式取引が著しく外人投機家に依存していること ➡ 外国人は保有 3 割、取引 6~7 割、投機取引 9 割とされている。
- 2) 外国人の日本株投資のうち約 2 割が為替ヘッジをしているとみられるので、株高時にはヘッジの円売りが、株安時にはヘッジ外しの円買いが起き為替変動を増幅すること ➡ 時価総額 580 兆円 × 外人保有比率 30% × ヘッジ比率 20% = 為替ヘッジポジション 35 兆円なので、株が 5% 下落すれば 1.7 兆円の円買い需要が発生し、為替と株の共振作用を強める。
- 3) 日本の対外純資産は 2.9 兆ドルと世界最大であり、日本投資家は巨額の対外証券投資を保有していること ➡ それがおんオフと変化することで為替変動が高まる、などが要因である。

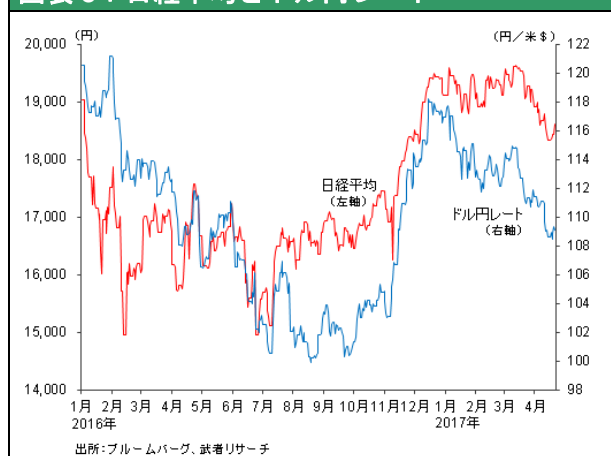
円ピークアウトで日本株急反転へ

この為替と株式の共振性という特徴は当分変わらないと考えられるので、日本株の見通しにあたってはドル円レートがどう動くかは極めて重要である。日本株式の 3 大決定要因は、①世界リスクテイク指標としての米国株価、②日本経済のファンダメンタルズ、③ドル円レートなのである。よって今後世界的リスクオン、米国株高の環境になれば円安が進むので日本株式はより大きく上昇する可能性が高い。

図表4：日米とグローバル株価指数



図表5：日経平均とドル円レート



(3) 円高の理由はほとんどなくなった

ファンダメンタルズ、需給面に円高要素はない

不都合なことではあるが、株式のみならず日本経済にとって、為替は決定的に重要である。日本をデフレに陥れた最大の原因は、アベノミクス以前の民主党政権時代に急速に進んだ円高であった。そして今日本経済がデフレから脱して回復軌道に乗るかどうかは、円高が止まるのか、という点にかかっている。以下詳述するが、これ以上の円高の要因がほとんどなくなっていることは、日本経済と日本株式投資にとってはこれ以上ない好材料と言える。

ファンダメンタルズ面では、より成長率が高く、利上げトレンドにある米ドルが、デフレ危機にさいなまれ長期金利をゼロに固定するという究極の金融緩和を余儀なくされている日本円より強いのは明白である。トランプラリー巻き戻しの過程で米国長期金利がピークの2.6%から2.1%まで低下し、その結果起きた日米金利差の縮小がドル安円高を一時的にもたらした。しかし、米ファンダメンタルズから考えて、これ以上の米国長期金利の低下は考えにくく、コアCPIの2.1~2.2%が下限であろう。とすれば日米金利差はここから再拡大していくのではないかと。

米国長期金利は反転へ

米国長期金利の急低下は、①3月以降の米国景気指標が軟化していること(3月雇用増加数の鈍化、小売売上前月比低下、工業生産指数前月比低下、住宅着工前月比低下など)、②例年の季節調整上の統計の癖により第1四半期GDPが1%程度と鈍化が予想されること(4月28日速報値発表)、③帰属家賃の上昇率低下、通信やアパレルの前月比下落により3月のCPIの伸びが鈍化(コアCPIは過去一年間の前年比2.2%から2.0%へ)していること、等のファンダメンタルズに根拠を持っている。しかしいずれも景気の転換というよりはノイズ、というのがエコノミストのコンセンサスであり、米国長期金利は早晩上昇に転じていくだろう。

図表6：米国長期金利とコアCPI推移



図表7：ドル円レートと日米長期金利差

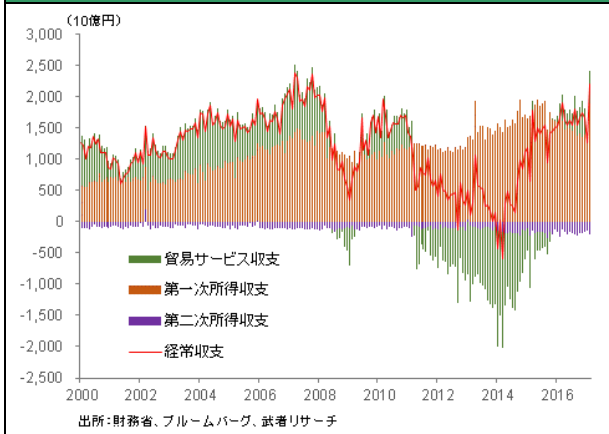


貿易黒字がなく対外投資旺盛の日本、強いドル需要

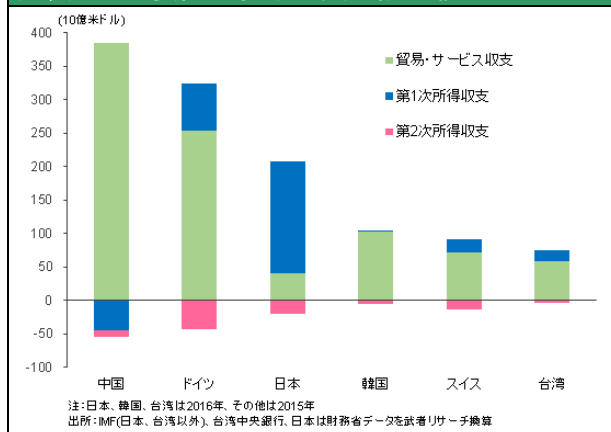
また需給の面でも、まず日本の貿易収支はほぼ均衡しておりドル売り円買い需要はほとんど起こらない。また日本の経常収支は20兆円、対GDP比3.8%と大幅な黒字であるが、その9割は1次所得収支でありそれは為替需給にはほとんど影響しないと考えられる。なぜなら1次所得収支とは、日本企業が海外で行う投融資から得られる利益、利子や配当であるが、日本企業は海外で得た利益の大半を日本に還流させることなく現地で再投資しているからである。つまり海外投資で得た利益は円転換されず現地通貨又はドルで運用されているのであるから円高要因とはならない。

更に投資対象難に悩む日本の機関投資家、個人投資家は、米国の高金利を無視することはできない。昨年の円安過程で急上昇したベシススワップ取引におけるドルプレミアムは大きく低下しており、それも日本の証券投資家の海外投資を活発化させドル需要を大きく押し上げるだろう。このようにドルの観点から見ても、円の観点から見ても、またファンダメンタルズ面から見ても、需給面から見ても、円高になる合理性はほとんどないと言える。

図表 8：日本の経常収支項目別推移



図表 9：主要国の経常収支内訳比較



トランプ政権の非論理的ドル安誘導は早晩止まる

ではなぜ人々は円高を恐れているかと言えば、それはトランプ政権の為替圧力に対する懸念があるからだろう。トランプ氏は4月12日「ドルは高すぎる」と発言し、G20でも米国は各国の通貨安志向をけん制した。しかしトランプ政権のドル安志向は論理的に間違っていると同時に米国国益にも全く合致していないので、早晩修正されざるを得ない。①米国の貿易赤字は問題ではなく是正される必要はない、②貿易赤字(経常赤字)は米国国内要因(投資貯蓄バランス)が原因であり他国に責任を転嫁できない、③貿易バランスは為替では調整できない、以上の3点は経済学の常識であり、トランプ氏の認識は赤恥ものである。おそらくフォード社などの入れ知恵で言われているのであろうが、いずれピエロ役を演じさせられたことに気が付くだろう。ムニューチン財務長官が主張しているように、強いドルが米国の国益であることはいよいよはっきりしているのである(ストラテジーブレティン 173,174,175,176号を参照)。

「良い」経常収支所得収支、「悪い」経常収支貿易収支

一般論として日本の経常黒字の大半が1次所得収支であり、それは全く非難される筋合いがない。経常収支は主に財・サービスの貿易収支と所得収支から構成されている。財・サービス輸出とは自国で作ったものを相手国に輸出するのであるから、貿易黒字を積み上げている国に対しては「本来発生していたはずの相手国の雇用を奪っている」との非難には一理ある。しかし、所得収支の黒字は自国企業が相手国で事業・投資活動を行った結果得られるもので、それは相手国での雇用に寄与している活動であり、むしろ感謝されるべきものである。図表9は主要経常黒字国の黒字内訳を比較したものであるが、同じ黒字国ではあっても、その要因が日本(大半が1次所得収支の黒字)と他国(中国・ドイツ・韓国等はほとんど貿易収支の黒字)で全く異なっていることが明らかだろう。極論すれば日本の黒字は感謝されるべき黒字、中国、ドイツ、韓国などの黒字は非難されるべき黒字と言える。

米国が日本に為替圧力をかける合理性は全くない

麻生副総理とペンス副大統領との間で始まった日米経済対話で為替問題が持ち出されることを当局も、市場も心配しているが、それも杞憂であろう。確かに日本は全体としては貿易収支はほぼトントンではあっても、対米では689億ドルと中国に次ぐ貿易黒字を計上しているので、トランプ政権がこの対米黒字を問題にすることを一概に不当だとはねつけることはできない。しかし、それ自体経済学的には理屈の通らない話なので、きちんと反論してトランプ政権やその影響を受ける市場関係者の誤解を解く必要はある。二国間だけの貿易収支を問題にすること、ましてそれを為替水準調整によって是正するという事は間違っているということである。確かに日本は対米で大幅な黒字を計上しているが、産油国に対しては巨額の貿易赤字を負っている。二国間の貿易バランスは為替で調整されるべきだというなら、円は対ドルで大幅に値上がりするべきであるが、他方で日本円は産油国通貨に対しては大幅に安くなる必要がある。しかし産油国通貨のほとんどはドルにリンクしているわけで、この議論は直ちに袋小路に陥る。今の世界経済は産油国の巨額の貿易黒字と産油国通貨のドルリンクを所与のものとして成り立っているわけであるから、前述の日本の対米黒字批判やそれを円高で是正するべきだなどという議論は、まったくもって通用しない論理であるということが分かる。

対中のみ為替圧力は正当だ

唯一トランプ政権が為替問題を持ち出すことが正当なのは、中国が長期にわたって通貨介入により人為的に通貨安を維持し、巨額の対米黒字を積み上げている問題に対してである。中国は自国通貨下落リスクが強いためここ二年間ドル売り介入をしているが、だからと言って中国の為替問題が無くなったとは言えない。米国が人民元の急落が放置され中国の価格競争力がさらに強化されることを警戒することは、至極正当と考えられる。同様に米国財務省の直近為替報告書において、「日本円は過去20年間の平均レートと比較して20%割安であり、日本円が過大評価されているという証拠はない」、と論じていることも正しい評価とは言えない。過去20年間は過度の円高で日本の価格競争力が低下し、その効果が世界最大の貿易黒字国であった日本から貿易黒字をほぼ一掃せしめたのである。半導体、液晶テレビ、スマートフォン等日本の牙城であったエレクトロニクス(完成品)市場で日本メーカーがほぼ壊滅したのはそのためである。その言ってみれば懲罰的と言える過去20年間の為替水準を基準にして現状を論じることは、不当であろう。

為替水準の履歴効果が重要だ

長期的に見て為替水準が国際分業の在り方を大きく決定していくことは論を待たない。中国が異常な貿易黒字国になったということは、中国の通貨が(介入によって)長期にわたってフェアバリューから大幅に押し下げられていたという議論は正しい。同様に日本の貿易黒字が激減したということは、日本の通貨がフェアバリューから大きく上方にかい離していたということである。この為替の履歴効果を日本は米国に対してははっきりと理解させなければならない。今のドル円レートは過去の平均と比べて安いのは事実であるが、過去20年間の懲罰的円高時代との比較は公正ではない。過去との比較で現在の円は割安だと考えているエコノミストや市場関係者の誤りが是正されれば、円高圧力は大きく軽減していくだろう。

為替が決める国際分業、新通商理論の理解も必要だ

なおポール・クルーグマン氏がノーベル賞を受賞した新通商理論の鍵が「国際分業における履歴効果」であり、為替水準がその重要な経路であったこと、対日貿易摩擦を正当化した「戦略的通商論」はそれの現実政策への適用であり、大幅な円高誘導を伴って大きく成功したこと、トランプ政権はこの成功体験を対中通商交渉に使おうとしていること(次期米通商代表部 USTR 代表が、日米摩擦の立役者であったロバート・ライトハイザー氏であることがその証拠)、は機会があれば詳述したい。

図表 10：米国財務省為替監視リスト

	① 対米 貿易収支 直近4四半期、 10億ドル	② 経常収支対GDP比		③ 為替介入	
		直近4四半期、 %	(参考)直近3 年間の変化 %	介入純額 対GDP比 %	継続的な 為替介入
中国	347.0	1.8	0.2	-3.9	N
日本	68.9	3.8	2.9	0.0	N
ドイツ	64.9	8.3	1.5	-	N
メキシコ	63.2	-2.7	-0.2	-0.5	N
イタリア	28.5	2.8	1.8	-	N
韓国	27.7	7.0	0.8	-0.5	N
インド	24.3	-0.5	2.1	0.4	N
フランス	15.8	-1.2	-0.3	-	N
スイス	13.7	10.7	-0.8	10.0	Y
台湾	13.3	13.4	3.4	1.8	Y
カナダ	11.2	-3.3	-0.1	0.0	N
英国	-1.1	-5.1	-1.1	0.0	N
(参考)ユーロ圏	125.7	3.4	1.2	0.0	N

出所：Haver Analytics、米経済分析局、米財務省(推計含む)

著作権表示©2017 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。