

PRAEVIDENTIA WEEKLY (4月25日)

円：TPPに絡む円売りは後退へ

<要約>

Obama 大統領訪日を機に TPP 交渉進展の期待が高まったが、為替市場では期待で円安になった局面は殆どなかった一方、失望で円高になった局面はあった。市場では日本の TPP 加盟は円安・株高要因とみられているようだが根拠は薄弱で、仮に日本の TPP 加盟が決定したとしても短期間で大きな効果が出る訳ではない。地政学リスクや夏場にかけての円反発リスクを踏まえると、TPP 期待で円安化する局面があるとする、ドル売り円買いの機会と捉えた方がいいだろう。

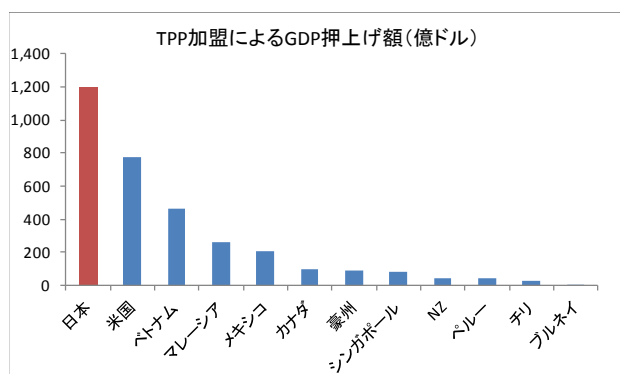
本邦貿易収支への影響：ごく僅かにネガティブ

環太平洋戦略的経済連携協定（TPP）加盟による経済効果については、少しネット検索しただけでも-1.5 兆円（JC 総研）から+12 兆円（ピーター・ペトリ米ブランダイス大教授ら）と非常に幅広い推計結果があり（政府の統一試算では+3.2 兆円）、前提や政治的立場および推計方法の違いで結果が大きく異なる。但し、為替相場への直接的影響は TPP 加盟により日本の貿易収支にどのような影響が出るのかがより重要だ。貿易収支への影響を明示した試算結果は少ないため、中間的な結果で貿易収支への影響を明示した政府統一試算結果（関税撤廃の効果のみ）をみると、輸出が+2.6 兆円、輸入が+2.9 兆円となっているため、貿易収支に対しては-0.3 兆円の赤字拡大要因となる。確かに、どちらかという貿易収支悪化であるため、TPP=円売りという反応はこの限りで正しいと言えるが、この推計は概ね 10 年後の効果であり、10 年で-0.3 兆円というのは非常に小さく、ニュートラルに近い。これを基に大きく円のポジションを傾けてもその他要因からくる変動の方が大きく、利益を上げるのは困難だろう。

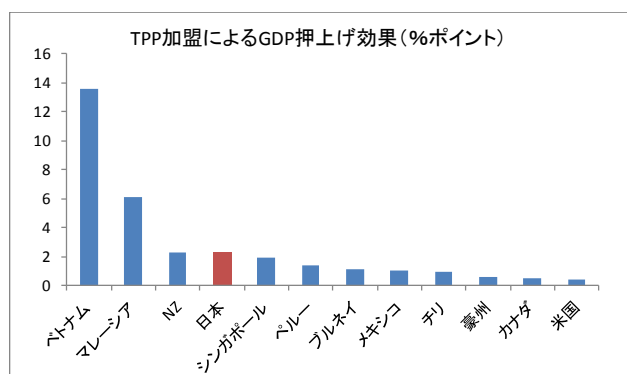
本邦 GDP 押し上げ効果：絶対的にも、相対的にもポジティブ

より表面的な金融市場の反応として、TPP 加盟による本邦 GDP 押し上げ・日経平均株価押し上げへの期待から、連動性の高いドル/円相場を押し上げた面の方が大きかったかもしれない（逆に交渉遅延は株安・円高）。確かに、金融市場が他に材料が少ない中で TPP を材料に動いた場合、TPP 加盟の実現性が高まれば、政府統一試算で+3.2 兆円の GDP 押し上げ効果があることから、関連株式銘柄への買いが入り、それが日経平均を押し上げ、日経平均と連動性の高いドル/円を買う市場参加者も出てくるということもあるだろう。

図表 1：TPP 加盟の GDP 押し上げ効果（金額）



図表 2：TPP 加盟の GDP 押し上げ効果（%ポイント）



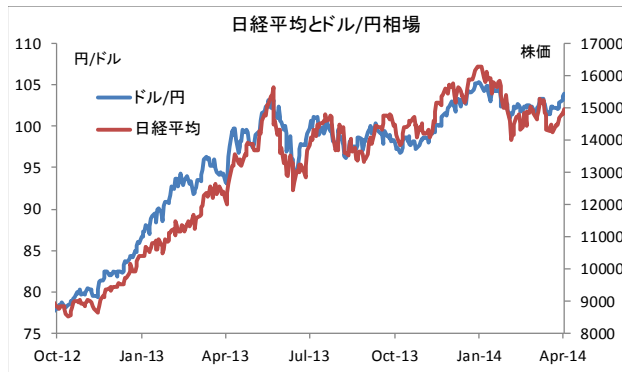
（出所）ピーターソン国際経済研究所資料を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

但し、もう一つの側面として、TPP 加盟の GDP 押し上げ効果は米国よりも日本の方が大きいと試算されている。米通商代表部も参照しているピーターソン国際経済研究所（分析者はピーター・ペトリ教授ら）の試算によると、日本が+12 兆円（1194 億ドル、GDP 比+2.2%）に対して米国は+7.6 兆円（775 億ドル、GDP 比+0.38%）となっている（図表 1、2）。このため、TPP を材料に日米のどちらの株式に投資するかを判断した場合、日本

に相対的に資金が流入する可能性が高く、これは円高要因と言える。2012 年 10 月以降のアベノミクス下での株高局面における海外投資家の日本株買いは、円安を前提としていたため為替ヘッジ（円売り）を伴っていた可能性が高い一方（図表 3）、今後日本経済がデフレから持続的に脱却し普通の経済に戻っていく場合には、日本株買いと円買いは同時に起こるだろう。日本のバブル前は、日本株の相対的なアウトパフォームが円高に繋がっていた（図表 4）このため、TPP を材料とした円売りという反応は、今後徐々に薄れていくとみられる。

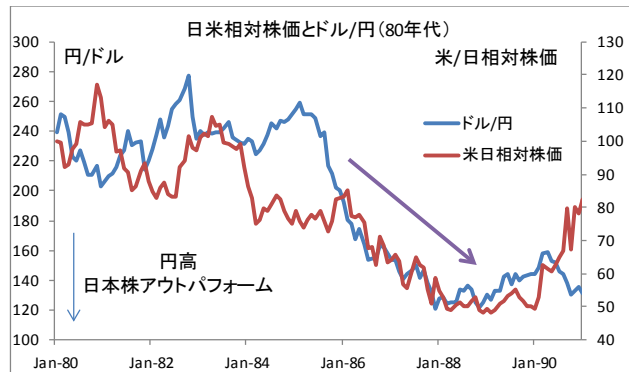
なお、GDP 規模に対する相対的な押し上げインパクトの大きさという面ではベトナム、マレーシアが圧倒的に大きく（図表 2）、将来的に TPP の実現可能性が高まる場合には、これらの国への投資が増加し通貨高となるインパクトの方が圧倒的に大きいとみられる。

図表 3：日経平均とドル/円（2012 年 10 月以降）



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：米日相対株価とドル/円（80 年代）



日米交渉の遅れで全体の実現遅延リスクが高まる

更に、今回の Obama 大統領訪日時に、TPP 交渉参加国の経済規模の 8 割を占める日米間の関税交渉がまとまらなかったことで、全体の交渉が大きく遅延するリスクが高まっている。今後、5 月中旬にベトナムで首席交渉官会合の開催が予定され、その後 5 月下旬の閣僚会合で大筋合意という案もあるようだが、閣僚会合開催が危ぶまれているほか、11 月の米中間選挙後にずれ込む可能性も指摘されている。5 月中に何らかの進展がないと、来年への先送りの可能性が高まり、株式市場、為替市場で TPP は材料になりにくくなっていくだろう。

他方、5 月中に大筋合意に持ち込まれればポジティブサプライズとなり、本邦株価には援軍となる可能性があるが、貿易収支の赤字化効果は小さく、かつ上述の TPP 加盟効果に関する試算は全て今後 10 年でみられる効果で、短期的な効果は非常に小さい中、ドル/円相場の反応は限定的となるだろう。今年 5 月は 25 日にウクライナ大統領選を控えていることもあり、地政学リスクを受けた米長期債利回り低下とドル/円の下落リスクも高い。TPP 期待で株高につれてドル/円が上昇する局面があるとすれば、戻り売りの好機となるだろう。

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せようよろしく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