

PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月13日)

円安牽制：敵は己の内にあり？

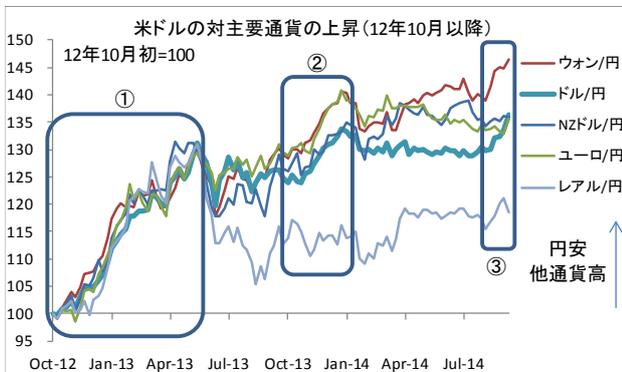
<要約>

8月後半以降、ドル/円が昨年4Q並みの急ピッチでドル高円安が進行し、2008年9月以来の107円台に乗せてきている。米早期利上げ開始期待を背景としたドル高が主因だが、追加緩和やGPIFの外貨投資増加への期待を受けた円安圧力も働いている。こうした中、9月20-21日および10月9-10日にG20財務相・中銀総裁会合を控えていることから、110円へ更に円高が進む場合には、過去の円安局面のように海外から円安牽制が行われるリスクだけでなく、本邦政財界からも、小売業界などで円安のデメリットが顕現化してくるようだと、円安警戒論が出てくるリスクもあり注意する必要があるだろう。

急ピッチな円安

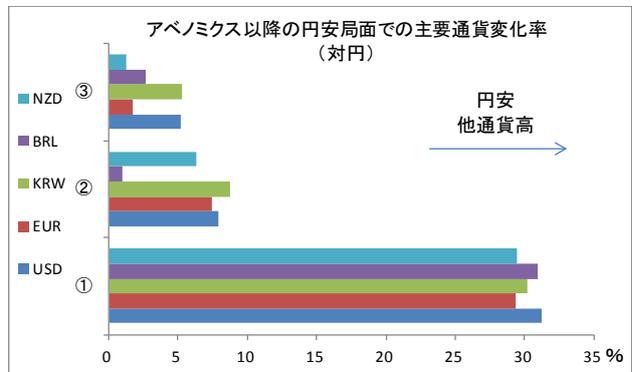
ドル/円相場は今年8月上旬から先週にかけて、101円台から107円台へ6円、5%上昇した(下図の③)。これは①アベノミクス開始当初の2012年10月から昨年5月の77円台から103円台への32%の上昇には及ばないものの、②米テーパリング(量的緩和縮小)開始に向けた昨年10月初から今年初までの96円台から105円台への上昇(8%)に迫るペースと幅となっている(図表1、2)。但し、過去2回の局面では対その他通貨でほぼ一様な円下落率だったのに対し、今回はドル/円とウォン/円の上昇が突出しており、円安というよりもドル高、ウォン高という側面の方が強い展開と言える。

図表1：アベノミクス以後のドル/円相場



(出所) トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表2：直近3回の円急落局面比較



海外からの円安批判の喫緊度

過去、特にアベノミクス当初の異次元緩和と円安化の局面では国際社会から急速かつ大幅な円安化に対する懸念が相次いで表明された。今回は米利上げ開始早期化期待を背景にしたドル高が主導しているものの、前回アベノミクス当初も米国経済の回復と米債利回りの上昇がドル高要因として働いていた点で類似しているほか、今回も本邦景気面で消費増税後の反動減が大きく、そこからの回復が想定より遅延しているとの認識が広まる中で一旦は立ち消えとなっていた日銀追加緩和期待の再燃も円安要因として作用している点で、本邦政策要因も寄与している面がある。更に、公的年金基金による外貨資産購入拡大期待が市場で高まった点は、政府の直接的な通貨押下げ政策と捉えられ、海外から目を付けられかねない展開と言える。

こうした中、G20財務相・中銀総裁会合が9月20-21日に豪ケアンズで、続いて10月9-10日に米ワシントンで開催予定(定例のIMF/世銀年次総会も開催)となっており、円安への懸念が表明される政治イベントリスクとして注意する必要がある。特に、現在の状況だと財政健全化(=来年の追加消費増税)を怠って、金融政策やGPIFを使った円安政策に頼った経済運営をしているという批判を受けるリスクがあり、その場合にはこれ

までほぼ一方に急ピッチで上昇してきたドル/円相場の一時的な調整・反落に繋がろう。

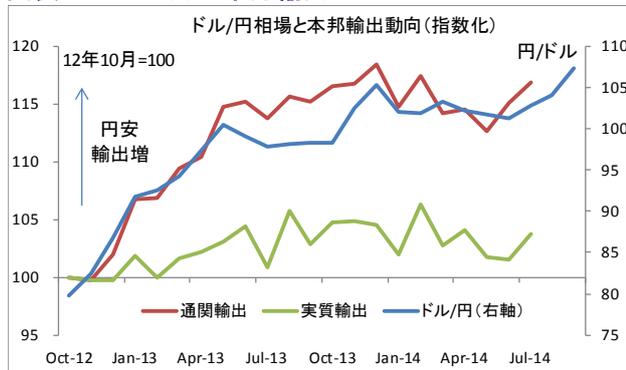
G20 声明文では昨年 10 月以降 2 月、4 月と 3 回にわたり、それまでの為替に関する文言が削除されていた（「我々は、根底にあるファンダメンタルズを反映するため、より市場で決定される為替レートシステムと為替の柔軟性に一層迅速に移行し、為替レートの継続したファンダメンタルズからの乖離を避けるとの我々のコミットメントを再確認する。我々は、通貨の競争的切り下げを回避し、競争力のために為替レートを目的とはしない。」）。「我々は、資金フローの過度の変動及び為替レートの無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与えることを再確認する。」いずれも 13 年 7 月会合分）。更に円安が進むと、こうした文言が復活するかが話題となる可能性はある。

現に、韓国では足許こそ通貨ウォンは対ドルで軟調になってきているが、ウォン/円相場は一貫して上昇基調にあり、直近では 9 月 3 日に韓国企画財政省高官が特に対円でのウォン高に懸念を表明している。但し、通常は他国の通貨安政策に苦言を呈するフランスが属するユーロは対ドルだけでなく対円でも下落しているほか、ブラジルもリアルは対ドルでの下落もあって対円での水準および上昇率は高くなく、かつ大統領選を控えて海外批判どころではないという台所事情もありそうで、今のところ円安批判は広範なものとはなっていない。

敵は己の内にあり？

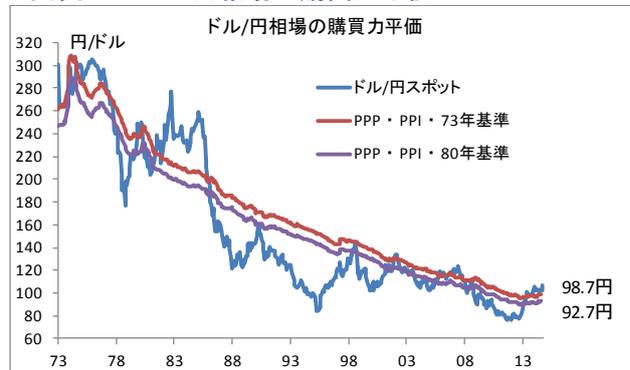
むしろ、国内からの円安批判噴出リスクの方が注意を要するかもしれない。そもそも日本では、今回の大幅な円安化でも輸出数量（実質輸出）が殆ど伸びず（図表 3）、日本経済・企業にとってかつてほど円安がメリットではないという認識が広がっており、また賃金上昇が緩慢な中で輸入価格主導のインフレ上昇が消費者の実質購買力を低下させるという懸念も高まっている。また、ドル/円相場の購買力平価（PPP、卸売物価ベース）は 7 月時点で 93-99 円となっており、足許はフェアバリューと比較して 10%近い円安水準になっていることになる（図表 4）。

図表 3：ドル/円と本邦輸出



(出所) トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

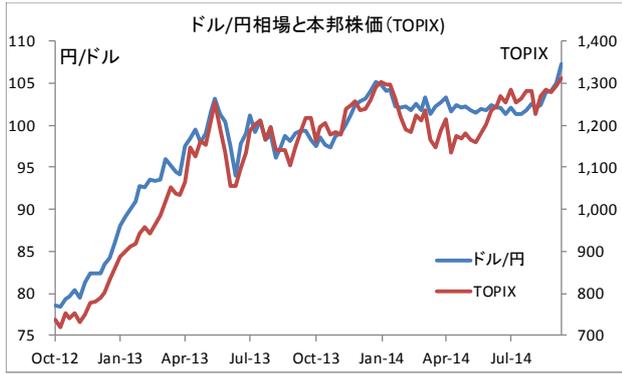
図表 4：ドル/円相場の購買力平価



とは言え、本邦企業の輸出主導セクター、輸入依存度が高いセクターの株価について、ドル/円の変化に対感応度（ベータ値。ドル/円の 1%変化に対して株価が何%変化したかを表す。+1 以上だと感応度が高く、+1 以下だと低く、マイナスだとドル/円上昇時に株安になることを意味）を推計してみると、輸出主導セクター株価の感応度は高く、（データサンプルが少ないため慎重にみる必要はあるが）直近ではむしろ感応度が高まっており、数量増を補って余りある収益改善効果が超目されているようだ。輸入依存度が高いセクターでも、ベータ値は輸出主導セクターよりも低いのは仕方がないが、マイナス（円安で株安）ということではなく、輸出セクターと同様に感応度の高まりがみられている（図表 5、6）。輸入企業については、円安による輸入コスト増加はあるものの、輸出企業の収益改善が需要増に繋がるというプラス面もあり、今のところは後者が評価されているのかもしれない。

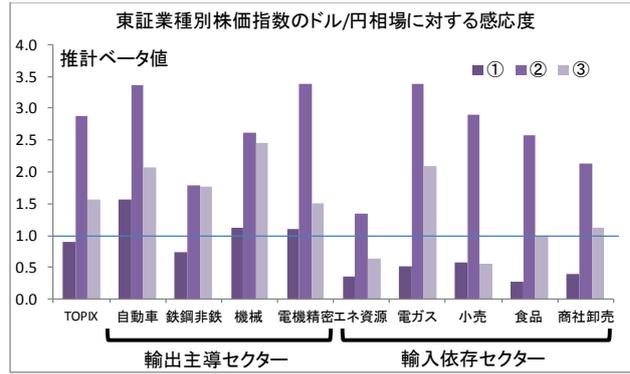
現在のところ、円安と株高が概ね同時に起きる好循環が続いており、円安で景気に悪影響が出るという状況ではない。もっとも、今後急速な円安化で多くの業種・企業が悪影響を被り、株価全体や成長率に影響を与えるようになり、海外投資家の日本株売却に繋がる事態に進展すれば、本邦政財界から円安化への懸念発言が出てくることも考えられよう。特に、小売セクターについては消費増税後の反動減が大きく、回復が鈍い中で、円安のデメリットを相対的に強く受けるリスクはあり、為替政策への影響の観点からも注目すべきセクターだ。

図表 5 : ドル/円と本邦株価指数



(出所) トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表 6 : 東証業種別株価指数のドル/円への感応度



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すようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思わ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おります。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

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とブルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>