

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月15日)

円は安いのか：中小企業 VS 高齢個人投資家

<要約>

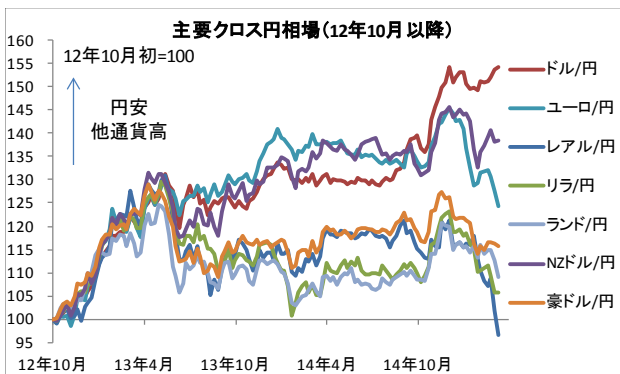
昨年10月末以降の急ピッチの円安化でドル/円が120円を超え割高感が出てきたことで、本邦政財界は円安懸念を示し始め、日銀もインフレ目標達成遅延によって円安化を抑えてきた。但し、ECB 量的緩和を受けたユーロ急落をはじめ、多くの国で金融緩和を受けて通貨が下落し対ドル以外では円高が進行していることから、円の貿易加重平均相場は今年入り後にむしろ小反発している。更に、特に高金利通貨を重視した円相場は実に13年半ば以降殆ど円安化していない。為替政策は、中小企業に重きを置くか、高金利通貨へのエクスポージャーを持つ高齢化する個人投資家に重きを置くかで、今後取るべき方向性が大きく異なってきている。

対ドルでは円安だが、ユーロも考慮に入れるとそうでもない

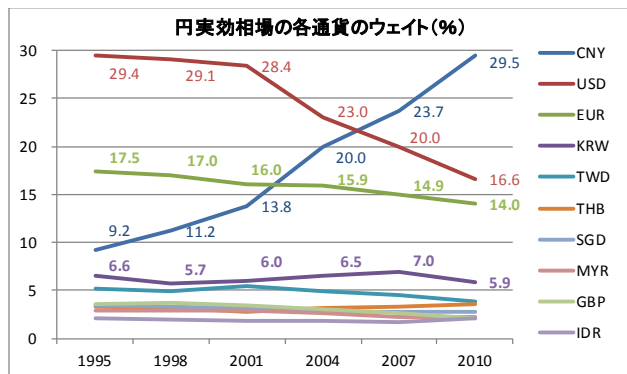
13年4月の異次元緩和、そして14年10月末の追加緩和とプラス公的年金(GPIF)による外国証券投資増加発表を経て、ドル/円相場は122円台へ上昇し、12年第4四半期のアベノミクス開始以前と比べて実に55%近くドル高円安となった(図表1)。この背景には勿論、ドル高の要素もあり、労働市場を中心に米国景気が力強く回復し金融政策正常化が高まったことも寄与している。こうした中、本邦政財界は特に今年に入り、4月の統一地方選を控え、主に中小企業の業績への懸念から、更なる円安化およびそれをもたらす日銀追加緩和に対して警戒姿勢を示してきている。日銀もこれに呼応するかたちで、2%のインフレ目標達成時期について、当初設定した2年程度の目処だった2015年度末からの後ずれを容認してきている。この結果、ドル/円の上昇基調は一服し、市場で125円、130円を予想する向きは少数派となってきた。

この間、ユーロ、豪ドル、新興国通貨などは、景気低迷や原油安を受けたインフレ率低下への対応として中央銀行が金融緩和を行っていることから、米ドル高との組み合わせで通貨安が進行している。ユーロ/円は、昨年11月に高値をつけ12年10月以降では45%上昇したが、その後ECBによるマイナス金利や量的緩和の導入を受けて急落、足許では12年10月対比で25%上昇に留まり、ドル/円の半分の上昇に留まっている(図表1)。個人投資家の間で売出債や投信を通じて保有が増えていたブラジルレアルの対円相場に至っては、今年入り後ブラジル経済指標が急速に悪化したことから、アベノミクス前の水準に逆戻りしている(図表1)。

図表1：主要クロス円相場(12年10月以降)



図表2：円実効相場の各通貨のウェイト(%)

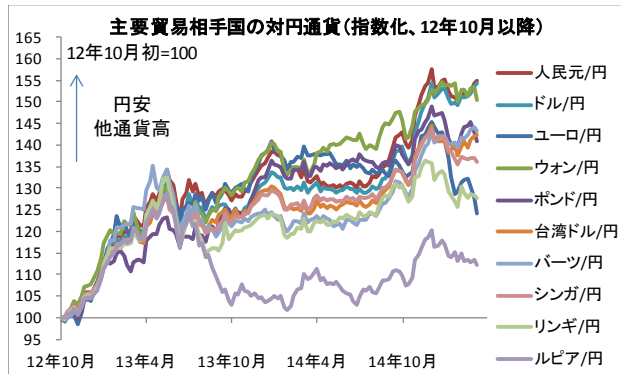


(注) 図表2は BIS が用いているウェイト。直近は2008-2010年の貿易統計を基にしたもの。
 (出所) BIS、トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

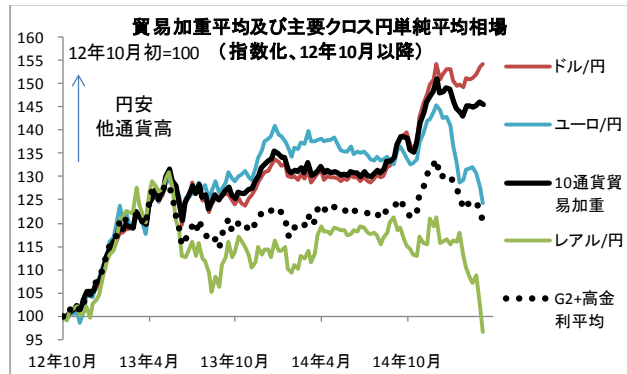
日本は歴史的に対米貿易が大きく、近年の対中貿易の拡大でも人民元がほぼドルにペッグされ人民元の対ドル相場の変動が非常に小さいことから、政財界の関心はドル/円に集まり易く、円安懸念が強まってきたという経緯がある。但し、これだけユーロ/円が下落すると、対欧州輸出の多い先を中心に悪影響を受ける企業が増えており、円の強弱についてよりバランスの取れた議論をするには貿易加重平均相場(実効相場)をみるべきだ。円の貿易加重平均相場については最近広く注目されている BIS 作成のデータ(日銀も同様の方法で作成)にお

ける比率をみると(図表2)(直近は2008-2010年の貿易統計を基に算出)、中国人民元(29.5%)、米ドル(16.6%)、ユーロ(14.0%)、韓国ウォン(5.9%)と続き、その他通貨はアジア通貨が中心だがいずれも4%未満となる(図表2、3)。簡略化のため、このうち上位10通貨を用いて2012年10月以降の貿易加重平均相場を算出してみると、直近は12年10月対比で45%上昇と、ドル/円を10%下回っており、昨年12月の高値から4%反落している。確かに、米ドルと連動性が高い人民元、韓国ウォンを合計すると52%と半分を超え、実質的なドルの重要性が高いという状況は大きく変わらない。但しドル/円だけを見ていると更に円安が加速しそうだが、貿易加重では横ばいで、どちらに重きを置くかで目先の政策対応も異なってくる。政財界があまりドル/円ばかりに注目して円安牽制を行っている、対ドル以外での円上昇が加速し、実効ベースでの円高が進行してしまうリスクが高まっている。

図表3：主要貿易相手国通貨の対円相場



図表4：円の各種加重平均相場



(注) 図表4で、「10通貨貿易加重」平均相場は図表3で示されている通貨を加重平均したもの。「G2+高金利平均」相場は図表1で示されている通貨を単純平均したもの。

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

高齢化社会における「投資加重平均相場」の重要性

アベノミクス初期の円全面安局面と違って、ドル/円相場とユーロ/円相場の動きが大きく異なる最近のような状況下では、円相場の実体経済への影響を見る上でドル/円ではなく貿易加重平均相場に注目することが重要だ。特に今後、中国人民元為替相場の改革が進展し、対米ドルでの変動率が大きくなると、ドル/円と人民元/円相場の動きも異なってくることから、貿易加重平均相場の重要性は尚更高まる。

但し、貿易加重平均相場だけを見ていけばよいかというそうではない。国際収支の項目を見ても明らかな通り、対外取引には貿易取引だけでなく、直接投資フロー、証券投資フロー、銀行貸出フローなど、様々な資本収支関連フローもあり、近年ではこうした投資関連フローが貿易関連取引フローを凌駕している。更に、日本では個人投資家の間でブラジルレアル、トルコリラ、南アランド、NZドル、豪ドルなどの高金利通貨の人気が高いこと、個人投資家は高齢層が多いこと(日本の貯蓄の大半は高齢層が保有)、高齢化社会の進展で人口の平均年齢(約45歳)、有権者の平均年齢(約53歳)、そして高齢者の投票率の高さから投票者の平均年齢(約57歳)がいずれも上昇していること(2010年時点)、等を踏まえると、選挙対策として政治的にこうした高金利通貨の重要性を加味した「投資加重平均相場」の重要性が今後高まってくるはずだ。公的年金(GPIF)が新興国投資を増加させると、高金利新興国通貨の重要性は更に高まる。GPIFのパフォーマンス公表を通じて、将来の生活資金である年金原資を守るために、高金利の新興国通貨価値の下落を望まず、上昇を望む多数派有権者の声が政治家に届き易くなるだろう。

外貨建て投資比率については包括的な統計が存在しないことから、簡略化のためドル/円、ユーロ/円に加えて、ブラジルレアル、トルコリラ、南アランド、NZドル、豪ドルなどの高金利通貨の対円相場を単純平均した疑似「投資加重平均相場」を算出してみると(図表4の「G2+高金利平均」)、実に2013年半ば以降横ばいで、殆ど円安化していない。円の高化とこれら高金利通貨の下落が概ね拮抗してきたことが背景にあり、これまではなんとか均衡を保ち、為替でやられなくとも金利収入でリターンがプラスを確保できていたとみられるが、足許のように政府・日銀が追加緩和への消極姿勢を示すことで円安政策を事実上停止すると、貿易加重平均のみならず「投資加重平均」の円相場も円高化し、高齢層の消費・投資マインドに悪影響を与え、デフレマインドが復活し、アベノミクス前に戻るリスクが高まってくる。当社は早ければ4月末、遅くとも7月に日銀が追加緩和し、円安政策が再開されるとみているが、逆に言えば4月の統一地方選までは、中小企業に配慮した円安牽制が支配的な状況が続くそう。こうした中、ドル/円は米ドル高でじり高となろうが、通貨安容認・推進姿勢が明確なユーロや豪ドルに対しては円高が進行しそうだ。

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「ドル/円と日経平均：愛（相関）が壊れるとき」（15年3月9日） 「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」（14年12月21日） 「JPY：限界を試す」（14年11月9日） 「JPY：パーフェクトストーム」（14年11月2日） 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」（14年9月21日） 「円安牽制：敵は己の内にあり？」（14年9月13日） 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」（14年9月8日） 「円：GPIFパラドックス」（14年8月10日）
ドル	「ドルは高くない」（15年2月22日） 「USD：FedのBoE化リスク」（14年9月27日）
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」（15年1月18日） 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」（15年1月11日） 「EUR：他力本願から脱せるか」（14年10月26日） 「EUR：テルトロ、トロトロ」（14年7月26日）
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」（14年1月25日） 「GBP：パラノからスキゾへ」（14年8月23日） 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」（14年7月19日） 「GBP：タカ派の多寡」（14年7月5日）
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」（14年12月27日） 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日）
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」（14年8月2日）
スイスフラン	「スイス中銀の美学：わけのわからなさ？」（15年3月1日）
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」（14年12月6日）
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」（14年11月24日） 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」（14年8月16日）
新興国通貨	「新興国通貨：夜明け前が一番暗い？」（15年2月1日） 「新興国通貨：救世主降臨」（14年11月16日） 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14年10月4日）
テーマ	「イスラム国：掃討は相当困難？」（15年2月14日） 「原油と為替：バレルに順バレルのは？」（14年11月29日） 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」（14年10月18日） 「リスクオフ」の解体新書」（14年8月31日） 「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」（14年7月12日）

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よろしく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