

循環景気のダウンサイドリスクにトランプ「貿易戦争」ムードが醸す円高の桎梏に 2 人の新副総裁が政策論争に参加する新生日銀 4 月 26-27 日の決定会合の票決が注目される。特に、所信表明で「金融政策に限界はない」、「デフレ完全脱却であらゆる手段を駆使すべき」と緩和強化論を打ち上げた若田部副総裁が他のリフレ派 2 人と共に追加緩和を提案、「現状維持」へ 2-3 人の反対票がなければヘッジファンドなど海外投機筋の失望の円買いが警戒される。

本気で貿易赤字削減を検討する米大統領

ある海外投資家が「トランプ大統領は恐らく本気で貿易赤字を減らそうとしているから大統領と安倍首相の友情に支えられた『予定調和的な貿易摩擦』がいつまでも続くとは限らない」と懸念する。

実際、日米首脳会談で米大統領は貿易赤字に触れ、「我々はとてつもない対日貿易赤字を抱えている。できれば均衡を達成したい」と臆面もなく強調した。いうまでもなく、「貿易戦争」モードはトランプ大統領の任期が続く限り、長期的な市場センチメントとしてドルの重石、円高圧力として居座り続けよう。

ある政界筋は「安倍首相が早期の自由貿易協定（FTA）交渉入りを求めたトランプ大統領をかわしただけでなく、心配された為替問題についての言及がなかったのは上首尾だった」と打ち明けるが、安倍首相は米大統領に鉄鋼・アルミの輸入制限の解除を直談判したが呆気なく一蹴され、かつ会談に同席したライトハイザー米通商代表部（USTR）代表を旗頭に日本に FTA（自由貿易協定）を要請、新たな 2 国間協議の発足を余儀なくされた。

確かに、「日本は本気で対米黒字を削減すべく米シェールガス・オイルを大量輸入しアジア等第三国に輸出する不均衡は正策を検討している」（ある政界筋）というが、ルールよりディールを優先する「禁じ手」が罷り通れば自由貿易・変動相場制が限りなく「管理貿易」へと誘われかねない。

「貿易戦争」ムードが醸す不均衡問題がドルの重石、円高圧力となってくすぶり続ける以上、安倍首相の経済ブレーン浜田宏一内閣官房参与（米エール大名誉教授）が、「2 期目の黒田日銀、外債購入検討すべき」（日経新聞 4 月 23 日電子版）と語るように、日銀の自力の追加緩和で円高是正を促すしか術はない。

そこでヘッジファンドなど海外投機筋は、2 期目の黒田日銀がスタートする 4 月 26-27 日決定会合を注視、「スーパーマネタリストかつリフレ派急先鋒として若田部副総裁が他のリフレ派を巻き込み追加緩

和案を提出、現状維持に反対 2-3 票が現出しなければ、失望の円買いに大挙する」（海外投資家）という。

ヘッジファンドの日銀 4 月会合への関心の高さは、すでに日本経済が景気循環のダウンサイクルへと目に見える形でリスクが顕在化していることから想像に難くない。景気先行指数はピークから反転下降しつつ、銀行貸出の伸びは 17 年半ばの 3.3%から今年 2 月には 2.4%に鈍化、住宅ローンを介した銀行貸出と住宅着工件数はピークから 100 万件減少し 900 万件へと減縮している。

「最も重要な家計と内需の景気循環的 2 つの指標が、景気下降リスクを顕在化させつつある」（米系投資家）。

むろん、住宅と銀行貸し出しは密接に関係し、日本の国内資金需要の 3 分の 2 は、不動産と耐久財の購入の際のファイナンスである。しかも、住宅投資は何より内需を牽引すべく黒田緩和の機軸となる重要な金融仲介メカニズムである。

事実、住宅投資は景気先行指数の一つであり、「黒田緩和」効果として最も金融緩和に沿って推移している指標であり、14 年 10 月に放たれた「黒田バズーカ」が 14 年後半から 15 年の「住宅ブーム」の原動力となったことは記憶に新しい。

むろん、政府と日銀がデフレ脱却で同じ方向を向けばインフレ期待が上がり金融政策の効果も大きくなる。だが、2014 年の消費増税はこの土台を揺るがし、改めて日銀は政府レジームチェンジを働きかけるべきであり、その試金石が 26-27 日の日銀決定会合とされる。

「リスクオフ円高」というデフレ循環の元凶

一方、ある国際金融筋は「過去 50 年間でみると景気減速が起こる前に必ず円高が進んでおり、この因果関係を打破し円相場が 2015 年 6 月の 115-120 円水準へと円安が進まなければ、異次元緩和を長期化しても 2%物価目標の達成は困難視される」と溜め息をつく。

日本企業の利益の約 3 分の 2 は輸出、あるいは（現地生産による）海外売上が生み出している。従って、円高になると海外収益の円換算値は目減りする。

円高は日本株式会社の利益に多大な打撃を与える。円が 1 円上昇すると約 1%の減益になり、円高が景気減速への口火を切り、雇用者の所得減少につながる。採算悪化した大手輸出企業はすぐに国内サプライヤーや小売業者に値引きを求め、デフレの悪循環に入る。

また、海外事業を展開する大企業と「慢性内需欠

乏症」に喘ぐ中小企業との関係が非常に強く、円高は「デフレ・フィードバック」循環を再燃させる。

さらに、日本の CPI は円安から派生する輸入物価の影響が大きく、1 ドル=100-110 円水準では 2% 目標の達成は覚束ないとされる。そこに「貿易戦争」ムードが恒常的な円高の重石となりつつある。

日米「貿易不均衡」の最大の要因は自動車だが、すでに日本の自動車輸入関税は既にゼロ。むしろ米国側に 2.5 (乗用車) -25% (ピックアップトラック) もの関税が残り、そこで米政府筋は「米自動車業界は日本の通貨安を封じる施策を求めている」という。

しかも、ライトハイザー USTR 代表は 1980 年代、日本に鉄鋼自主規制を突き付けた張本人であり、米国が求める 2 国間協議は為替政策や輸出規制を含む「管理貿易」色が懸念される。

何しろ、トヨタ自動車は 1 ドル=1 円の円高で 400 億円、10 円の円高で 4000 億円の減益要因となる。現在、想定為替レート 110 円を今期 105 円に円高修正すれば 2000 億円の減益だ。

昨年は 6 月英 EU 離脱 Brexit の 97 円台半ばから大統領選を経て年末に 118 円台へと円安が進んだからトヨタの業績見通しは 17 年 5 月の 1.6 兆円から 18 年 2 月には 2.2 兆円へと増益幅が拡大した。

むしろ、そこには「慢性内需欠乏症」という日本経済の病いが潜み、さらに「リスクオフ円高」が押し掛かる。実際、グローバルイベントの度に安全資産として円が選好される。言外にポジティブな意味合いがなくとも、リスク回避の円買いによる値上が

り期待だけで円が買われる。

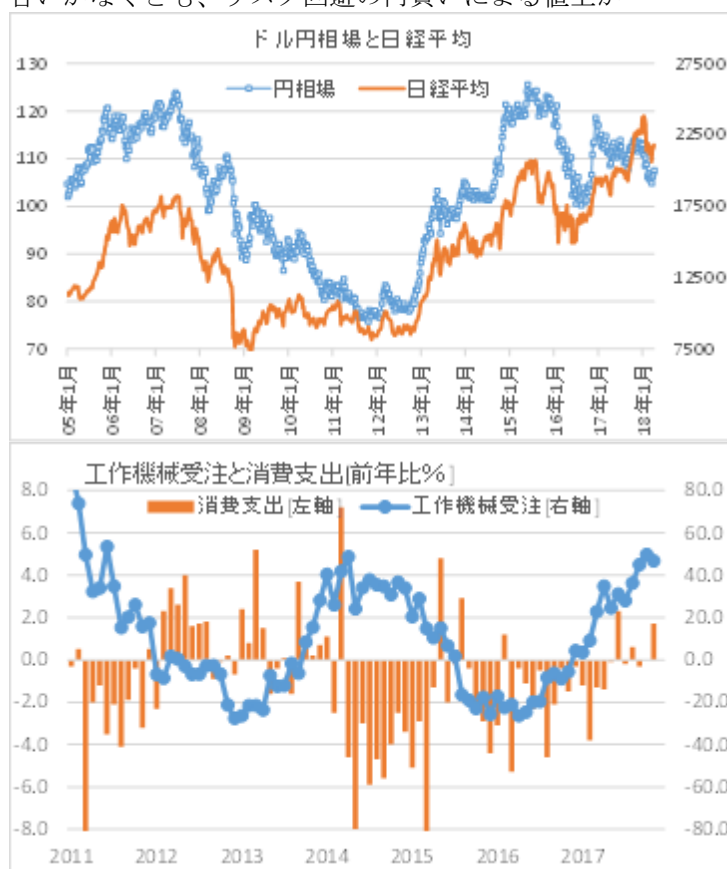
そして、円高になれば確実に日本株が下落するから、ヘッジファンドなど海外投機筋はリスク回避ムードが強まると円買い・日本株売り「ジャパントレード」馳せ参じる。

つまり、世界の投資家のリスク回避の円買いほど日本経済にとって厄介かつ忌み嫌うべきものはない。だから、浜田宏一内閣官房参与（米エール大名誉教授）は、「2 期目の黒田日銀、外債購入検討すべき」と主張する。

世界の投資家の日本円への異様に高い感応度は深刻な問題であり、そうした理不尽かつ異様な「リスクオフ円高」封じ込めの奇策が日銀の外債投資である。日銀が外債投資を検討と一歩踏み込むだけで、理不尽かつ異様な投機的リスクオフ円高圧力の一部を削ぐことができる。

このまま円高を黙認すれば、異次元緩和にも物価目標の成成は困難視されかつ 2019 年の「五輪の呪い」（1 年前の特需剥落）による景気減速、10 月消費税 10% への引き上げなど財政引締めタイムテーブルが迫る。

「貿易戦争」ムードに「リスクオフ円高」による理不尽な円高を是正し、米大統領に円安誘導と批判されない処方箋として日銀の「外債投資」が期待される。若田部副総裁が 4 月定例会でこうした追加緩和による円高是正を提言できるか、世界の投資家が注目している。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。

ん。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。