

前年比実効円安、前年比業績底入れ支援

2019/3/1

10年平均が円安転換、元安定化やドル・円連動化も追い風

円の総合力を示す日銀・円インデックス（円実効相場、1999年1月4日＝100）が前年比で円安に転換しつつあり、過去実績として日本企業の業績の「前年比底入れ」が支援されやすい。10年（120カ月）移動平均線も2015年以来となる円安基調に向かうなど、中長期のトレンドとして日経平均株価の底入れと底固めが後押しされそうだ。為替相場では米中貿易協議を受けた中国当局による人民元の安定化努力や、ドルと円の連動性増強なども、円高抑止と円相場の安定化、前年比での円安定着に追い風となる。

GS「世界景気に底入れ予兆」、円高圧力減退

「海外のヘッジファンドは苦境に喘いでいるだけに、今年4-5月の日本市場10連休は大きな収益挽回チャンスとして関心を寄せている。ただし、為替相場のドル/円に関しては現在、日米の金利差が一定の開きとなっている状態下での日米金融政策の同時中立化や、日本の貿易赤字転落などにより、客観情勢として円高圧力は弱まってきた。同時に日本の政府・日銀は1月3日の円急騰に対する教訓のほか、10月の消費税増税などに備えて連休中の危機管理体制を強化させている」――。

米国系ファンドの幹部はこう指摘しながら、思わぬ円安波乱に注意を払う。体力が低下しているヘッジファンドからすると、「無理にファンダメンタルズや日本の政策対応に逆らって円高仕掛けに動くよりも、円安仕掛けのほうが勝算ありと見なす可能性は排除できない」（同）という。

おりしもゴールドマンサックス・グループのチーフエコノミストは26日、顧客向けレポートで「世界経済は既に底入れした可能性がある」という見解を示した。同氏は「ゴールドマンの2月の現況活動指標は、下方修正された昨年12月と今年1月の数字を若干上回っている」、「連続的な成長が、今後持ち直すことを示唆する芽生えが幾らか見え始めている」という微妙な潮流変化に着目している（ブルームバーグ）。実際に世界景気が循環的な底入れに向かうとなれば、「リスク回避の円高仕掛け」で得られる円の上昇幅や円の上昇期間は先行き減退していくことになる。

その中で日銀算出の円実効相場「円インデックス」は2月の月間・円高値が103.24となる流れとなってきた。1月の104.95から下落し、月間の円高値は昨年11月以来の安値に切り下がっている（数字が大きいほど円高、小さいほど円安）。前年同月比では+2.6%と、12月の+6.3%、1月の+7.5%から円の上昇幅が大きく縮小。トレンドとして2017年10月の

－10.5%をボトムとした円高基調が、1月の+7.5%で天井ピークとなってきた。

前回の円インデックスによる前年比・円高基調は、2016年6月の+26.2%でピークアウトした。当時の内閣府・景気動向指数での「全産業・営業利益」前年比は2015年からの悪化傾向のあと、ちょうど2016年6月の－7.5%が最悪ボトムと重なっている。その前の円高局面でいえば、2012年5月の前年比+7.8%で天井ピークとなった。同じタイミングで日経平均株価は同年5月から10月にかけての底入れと底固めを経て、上昇ラリーに転じた相関性を有している。

当時の営業利益・前年比は、同年10-12月に底入れ反転となる連動実績が観測された。今回についても前年比での円高一服と円安転換は、企業収益の前年比・為替差損に歯止めを掛け、前年比での収益底入れを支援する可能性をはらむ。

おりしも日本企業では2月以降、自社株買いの実施発表が相次いでいる。10-12月の決算発表や年度末などに伴う機械的な日柄タイミングとはいえ、各企業の経営者サイドによる「当座の決算の最悪期接近と自社株の割安認識」という値ごろ判断は無視できない。2月以降の自社株買い発表企業については、実際の所得期間を「2月から3-5月」とする企業が目立っている。

日経平均底入れ、前年比4千円から6千円の上昇

しかも円インデックスの長期トレンドでは、10年（120カ月）移動平均線が昨年10月から円安方向の下向き角度へと基調転換となっている。2月も円安方向が堅持されているが、実に2015年12月以降の基調転換となるものだ。2015年以降の円高トレンドの一段落を固めつつあるほか、前回の円安方向への基調転換は2013年9月から観測された。当時の日経平均株価は同月の高値1万4817円から2015年6月の2万0952円まで、+6135円幅の上昇ラリーが点火された実績を有している。

過去に前年比・円高の一段落のほか、ゴールドマン・サックスが指摘し始めた先行指標ベースでの世界景気底入れ後には、為替と世界景気に敏感な日経平均株価が上昇サイクルに移行する相関実績が見られてきた。日経平均株価の前年比変化幅では、月間高値の比較ベースで最低でも+4000円から+6000円は上昇するパターンが極めて高い確率で繰り返されている。

今年の場合、昨年3月から12月にかけて、日経平均は月間高値が2万1000円から2万4000円で推移している。今年は海外の政治・政策で不透明材料が

山積しているものの、あくまで過去の循環相場サイクルに沿えば、「前年比+4000 円から+6000 円」として最低でも 2 万 4000 円から 2 万 8000 円方向を試す可能性は排除できない。

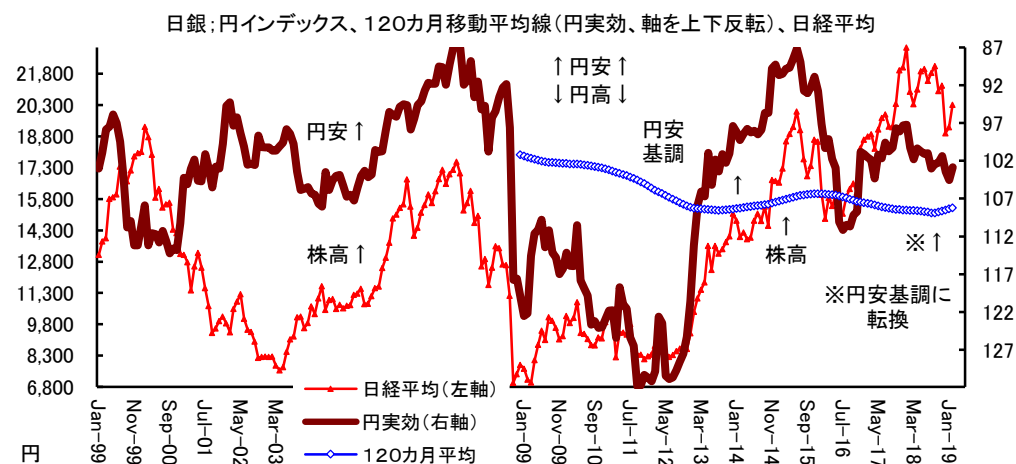
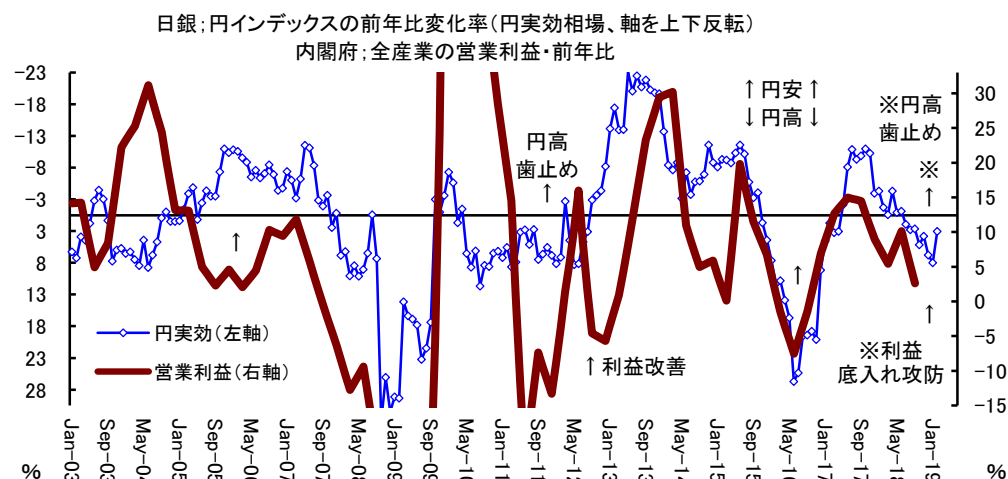
ドル/円の前年比も、月間ドル安値ベースでは 2 月に前年比+3.2 円というドル高となってきた。昨年 8 月以降の 7 カ月のうち、4 カ月が前年比ドル高という、ドル底固めの兆候が見られている。すでに前年比の 24 カ月（2 年）移動平均では、昨年 10 月から前年比プラス化のドル高トレンドへと転換してきた。12 カ月（1 年）移動平均でも、昨年 12 月をボトムに底入れに移行しつつある。中長期のトレンドとして、ドル/円でドル下限切り上がり地合いと日経平均株価の底入れ反転が後押しされやすい。

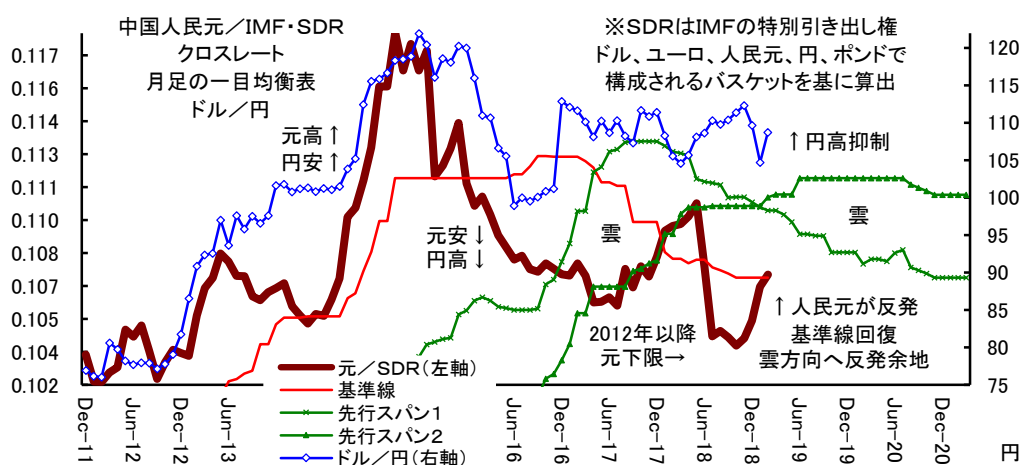
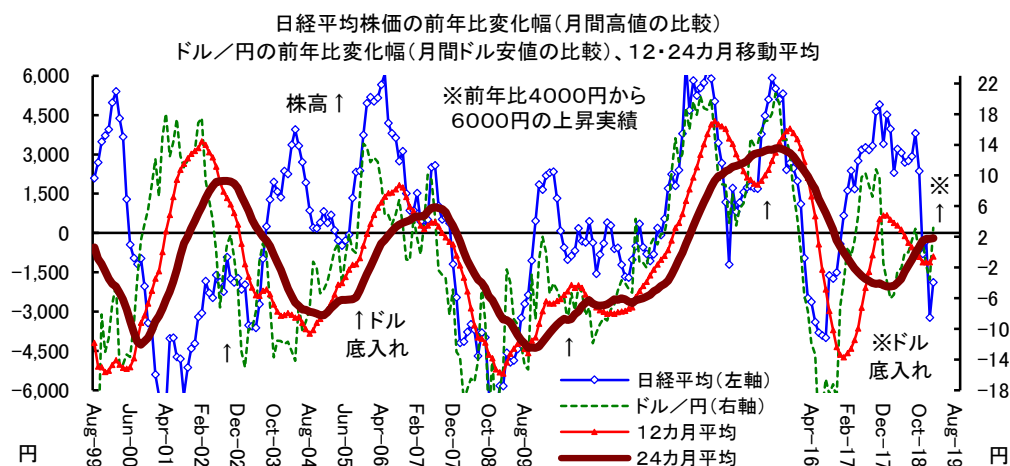
しかも為替相場では米中貿易協議を受けた中国の人民元安定化努力のほか、ドルと円が他通貨に対して同じように動く連動性増強なども、円高抑止と円安定化、前年比での円安定着に追い風となっていく。人民元は米国からの圧力だけでなく、国際的にも 2015 年 11 月から IMF・SDR（特別引出権）構成通貨入りとなっている。過去の中国減速時とは異なり、

「国際通貨としての責務」が人為的な切り下げに歯止めを掛けている。

実際、主要 5 通貨（ドル、ユーロ、人民元、円、ポンド）のバスケットで構成される SDR に対し、人民元はクロス・レートで昨年 6 月 15 日からの急落のあと、8 月 3 日に 2013 年以降の下限に直面したところで下げ止まりを長期維持させている。しかも 10 月からは元高基調へと転じ、今年 2 月以降は米中貿易協議での米国配慮もあって昨年 7 月以来の高値にまで元高が進んできた。

昨年の元安値は 2015 年の人民元切り下げのあと、対 SDR で元安に歯止めが掛かった 2017 年 5 月とも近い元安水準と符号するものだ。政策的な下限レベルとして注目され、引き続き「人民元とドルの連動遮断」や「ドル安・元安・円高リスクの減退」、「元安から派生する円高圧力の緩和」へとつながっていく。長期スパンでもドル/円やクロス円で過度な円高に歯止めをかける、「円に対する通貨高負荷の拡散＝人民元の通貨高分担請け負い」という構造変革が注目されよう。





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。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。