

ストラテジストの眼 Vol.5

「2017年ショック」の可能性を考える

「7」のつく年には、金融市場で「ショック」が発生してきました。1987年の「ブラックマンデー（米国発の世界的な株価暴落）」、1997年の「アジア通貨危機（タイを中心に始まったアジア各国の通貨急落）」、2007年の「サブプライム・ショック（米国の信用力の低い個人向け住宅融資の焦げ付きを起因とする世界的な信用不安の連鎖）」が想起されます。

2017年にショックが起こるとすれば、中国の「債務バブル」の崩壊が原因になると考えられてきました。しかし、最近のトランプ米大統領の言動を目の当たりにすると、保護主義の強まりが貿易戦争を引き起こし、それが世界経済の失速や金融危機の元凶になるのではないかと、との声も高まってきているように思われます。「2017年ショック」が生じる可能性について、以下のように考えます。

歴史は繰り返される：過去にもみられた「米国第一」と考えられる動き

トランプ大統領は、「米国第一」の理念を掲げてドル高牽制を行い、輸入品に高関税をかけることを示唆するなど保護主義的な動きを見せています。しかし、歴史を振り返れば、米国大統領のこのような行動は、決して目新しいものではないことがわかります。

いわゆる「ニクソン・ショック」では、輸入課徴金が導入され、その後にドルが切り下げられました。「プラザ合意」では、先進5カ国が協調してドル安誘導を行うことが決められました。

<ニクソン・ショック>

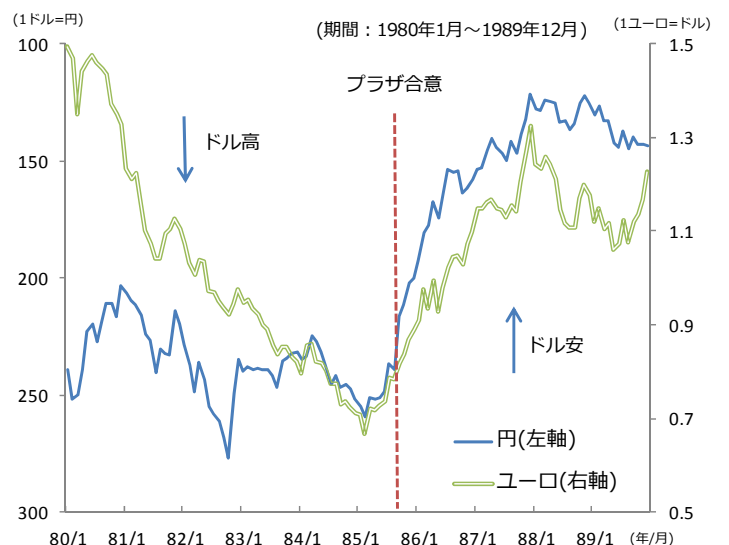
1960年代後半に入ると、第二次世界大戦で疲弊した日本と欧州が戦後の復興を果たす一方、米国は海外への援助やベトナム戦争への支出が拡大し、経済の優位性が徐々に失われてきました。貿易収支が赤字に転落し、1971年8月、ニクソン大統領はドルと金との交換を停止し（ブレトン・ウッズ体制の崩壊）、10%の輸入課徴金を導入しました。その後、12月にはドルの切下げ（対円では360円から308円）が行われ、1973年までに先進国は相次いで変動相場制に移行しました。

<プラザ合意>

その後、二度の石油危機を経て、米国経済は恒常的なスタグフレーション（インフレと景気低迷の同時進行）に悩まされていました。レーガン政権では、インフレ退治のために高金利政策がとられたことから資金が米国へ集中し、ドル高によって貿易赤字が拡大しました。サプライサイドの立て直しのために行った減税と軍事費の拡大によって、財政赤字も拡大する結果となりました。

1985年9月にドル危機を恐れたG5（米独仏英日）の代表者がニューヨークのプラザホテルに集まり、ドル安誘導を行うことで合意しました。その後の1年間に、ドル円相場は1ドル=235円程度から150円台まで上昇しました（図表1）。

図表1 1980年代の為替相場の推移



(注) ユーロはBloombergが算出した合成為替レート

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

大きなものとなった「プラザ合意」のインパクト

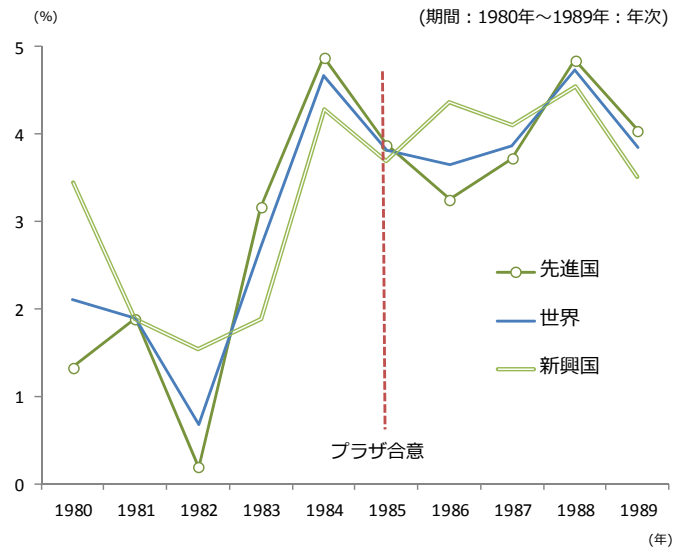
プラザ合意後の米ドルは、円のみならずヨーロッパの通貨に対しても大幅に切り下がりました。その結果、米国企業の国際競争力が高まる一方、日欧企業の輸出競争力が低下しました。実質GDP成長率については、先進国を中心に1986年まで減速が続きました。世界の成長率は84年の4.7%から86年には3.7%に、先進国の成長率は4.9%から3.3%に減速しました（図表2）。しかし、この間の成長率の減速は、米国が景気後退に陥った82年に比べれば緩やかなものでした。

主要株式市場では、米国株式市場は通貨切り下げの恩恵を受けて、87年のブラックマンデーまで上昇を続けました。一方、輸出企業が国際競争力を失ったドイツの株式市場では、90年まで上値の重い展開が続きました。日本でも、為替面では輸出企業が競争力を失う結果となりましたが、日本独自の要因である金融緩和と金余り、半導体を中心とした先端技術の進歩を背景に、その後のバブルに続く上昇の起点となりました（図表3）。

懸念される通貨・貿易戦争

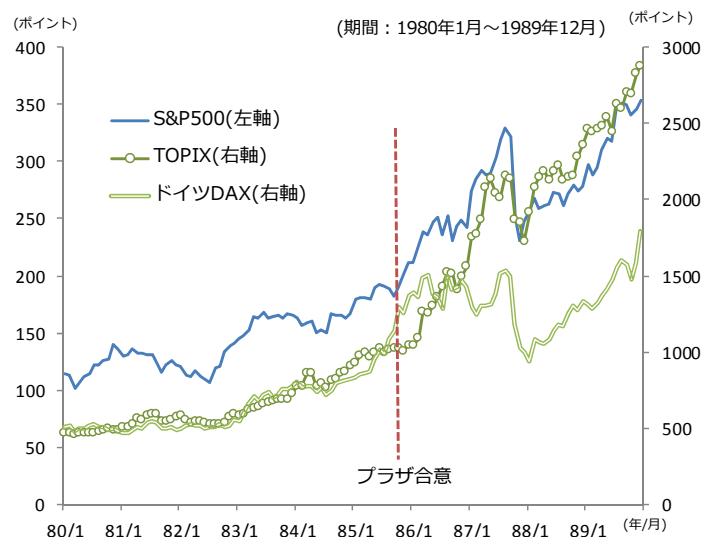
トランプ政権では、米国のモノの貿易赤字上位3カ国である中国、日本、ドイツ（2016年）に対し、貿易不均衡の是正を求めて「為替」の議論が持ち出される可能性があります。特に貿易赤字のほぼ半分を占める中国との交渉から目が離せません。また、トランプ大統領が、為替操作に加えて高関税、移民抑制など保護主義的な政策を推進し、世界が通貨戦争・貿易戦争に突入すれば、2011年までとは異なってGDP成長率程度しか伸びなくなっている世界の貿易数量の伸びが、さらに鈍化することにもなりかねません（次頁の図表4）。

図表2 プラザ合意前後の実質GDP成長率



(出所) 国際通貨基金 (IMF) の「World Economic Outlookデータベース 2016年10月」より岡三アセットマネジメント作成

図表3 プラザ合意前後の主要株式市場



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

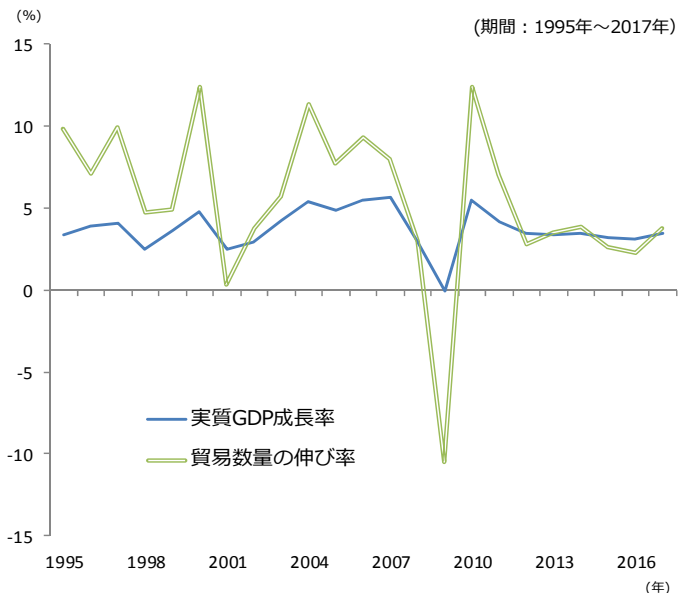
「2017年ショック」は回避される見込み

しかし、世界の基軸通貨であるドルを擁する米国が近隣窮乏化政策をとれば、世界経済が大混乱に陥ることは避けられないことから、プラザ合意のような大幅なドルの切り下げ措置がとられることは、当面ないものと思われます。また、製造業のサプライチェーンが世界中に張り巡らされた今日、内向きの通商政策で痛手を被るのは米国の中産階級であることをトランプ政権は認識していると思われ、大々的な保護主義政策がとられることもないと考えています。

そのため、2017年に、過去の「7」のつく年と同様の世界レベルのショックが発生する可能性は低いと考えています。しかし、支持率が低迷するトランプ大統領が早急に成果を求めるあまり、極端な保護主義政策を実行に移すリスクがないとは言えません。ただ、その場合でも、プラザ合意後と同様の1.5%程度、成長率が減速しても、世界経済はまだプラス成長を維持すると考えられます。

現時点では、秋に5年に一度の共産党大会を控える中国経済が「ハードランディング」に陥るとは考えにくいと、今後、株式市場の大幅な下落や金融市場のショックが起こるとしても、それは米国の景気後退が見え始める可能性がある2018年以降になると考えています。

図表4 世界の実質GDP成長率と貿易数量の伸び率の推移 (前年比)



(注) IMFによる予想値を含む
(出所) 国際通貨基金 (IMF) の「World Economic Outlookデータベース 2016年10月」より岡三アセットマネジメント作成

以上 (作成：投資情報部)

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用

購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用

信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担

：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社

事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）