

円安が終わって… 変わる世界と投資

円高限定ケースの活用から始動

2024年1月26日

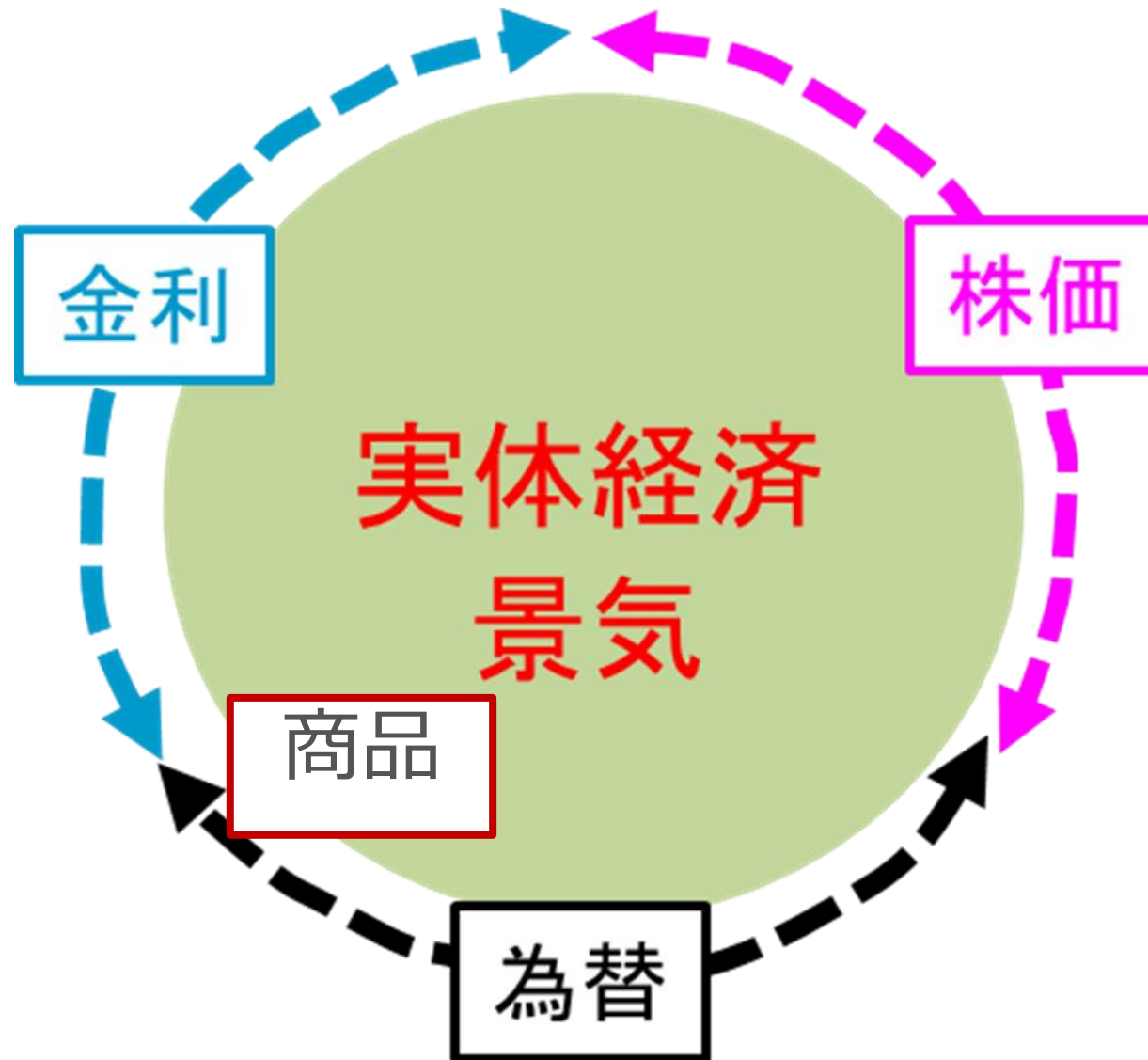
お話すること

1 ドル円：下がりそうで下がらない理由

2 円相場の動因 全チェック

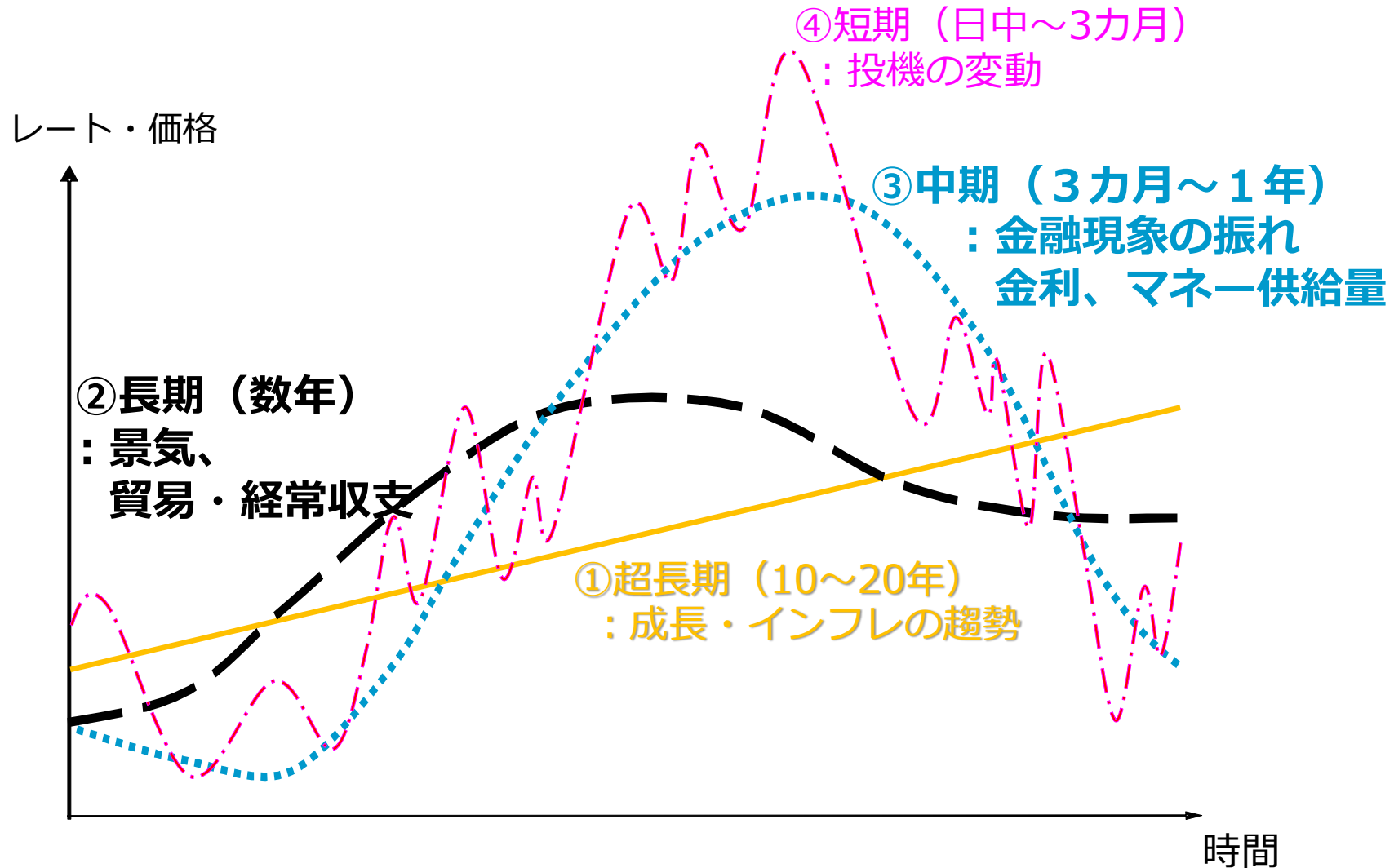
3 円相場を軸に2024年の投資を考える

基本 (1) 経済と市場のリンク



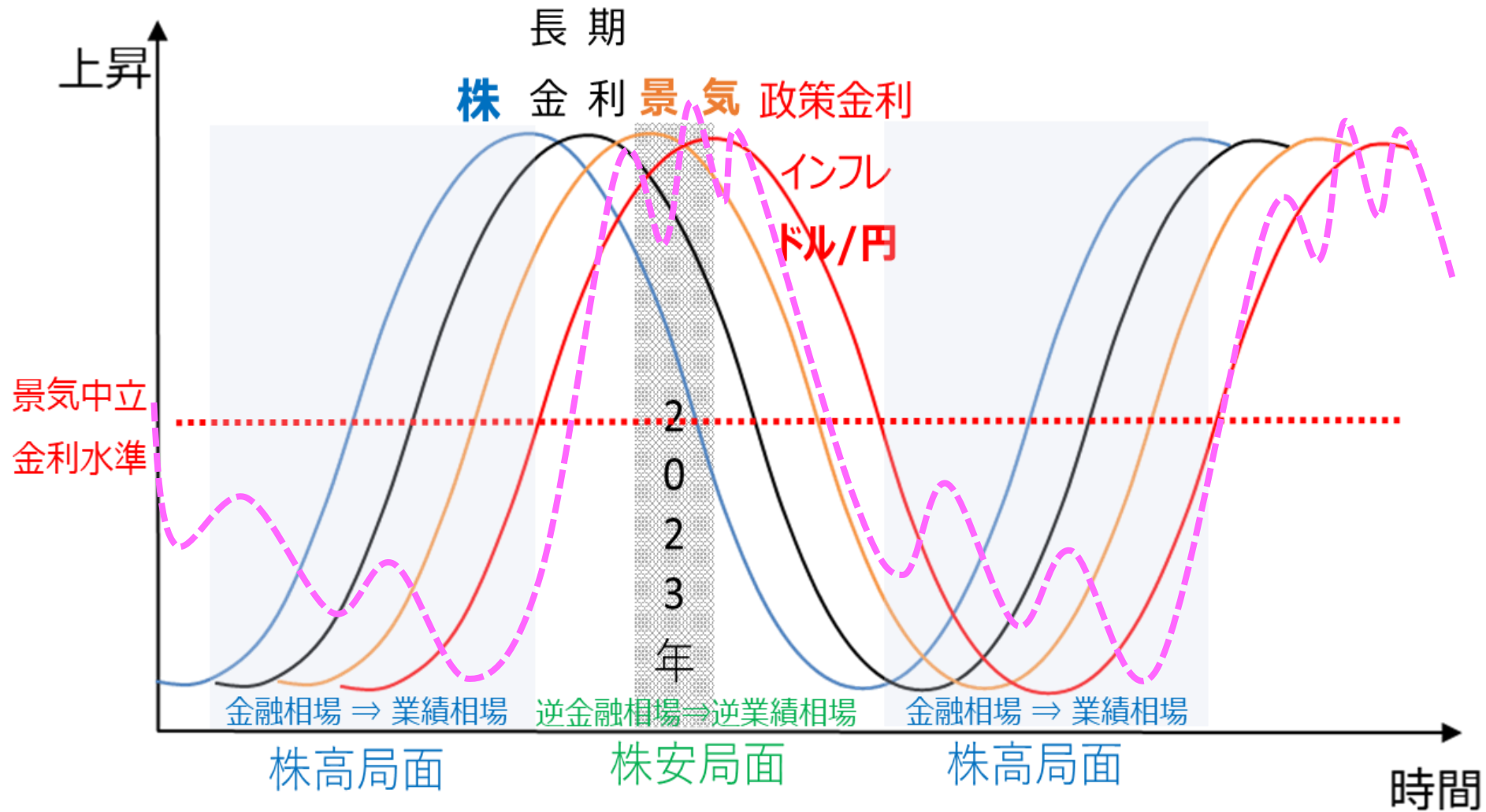
基本 (2) 相場の時間軸

相場の超長期・長期・中期・短期の階層



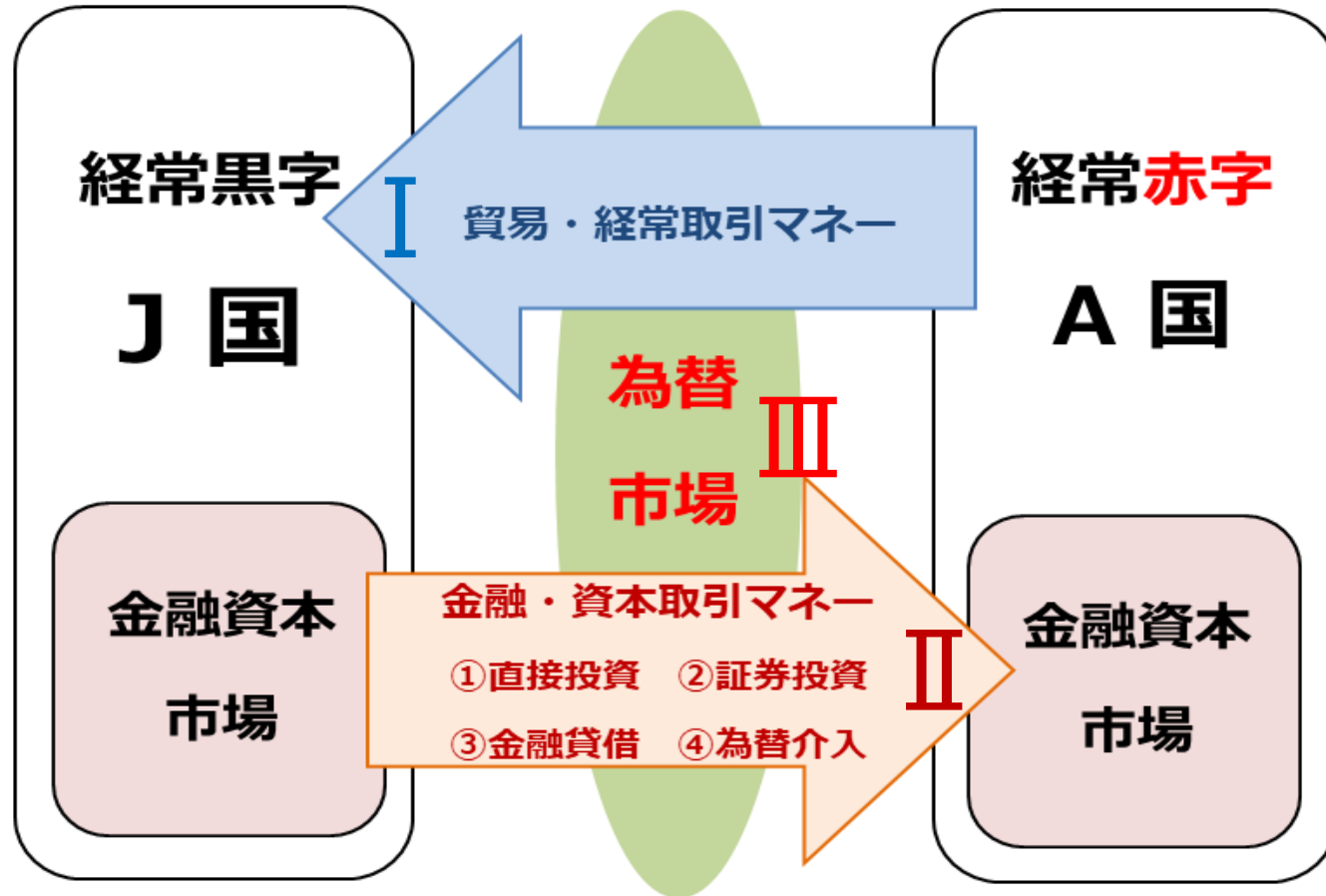
基本 (3) サイクル

ドル円サイクルのイメージ



基本 (4) 為替フロー

国際収支と為替フロー



I 貿易・經常取引マネー

超長期：購買力平価
中長期：貿易・經常収支

II 金融・資本取引マネー

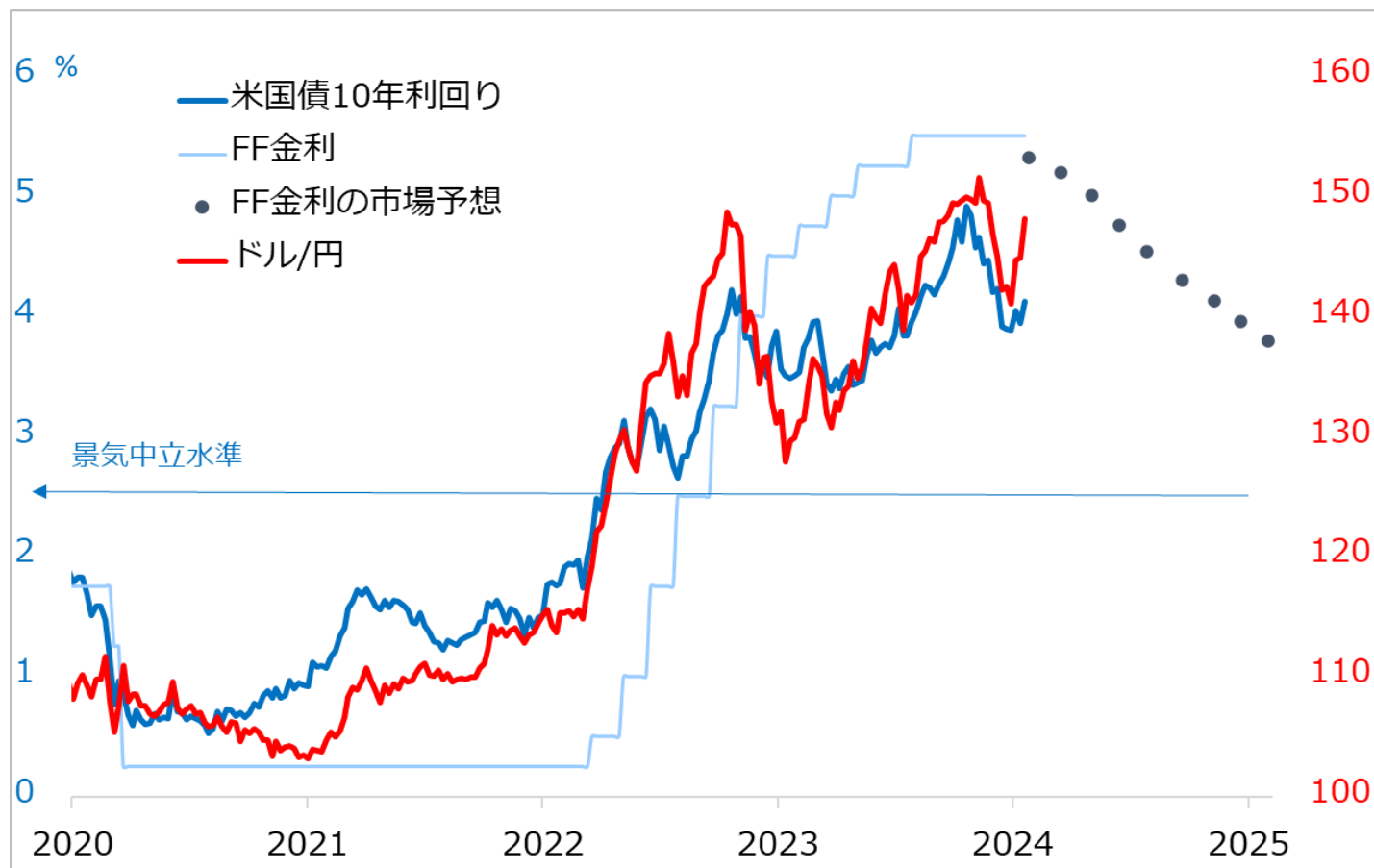
長期：直接投資
中期：証券投資
短期：一部金融貸借、介入

III 為替市場内取引

投機のポジション、思惑、テーマ、チャート

ドル円の現状

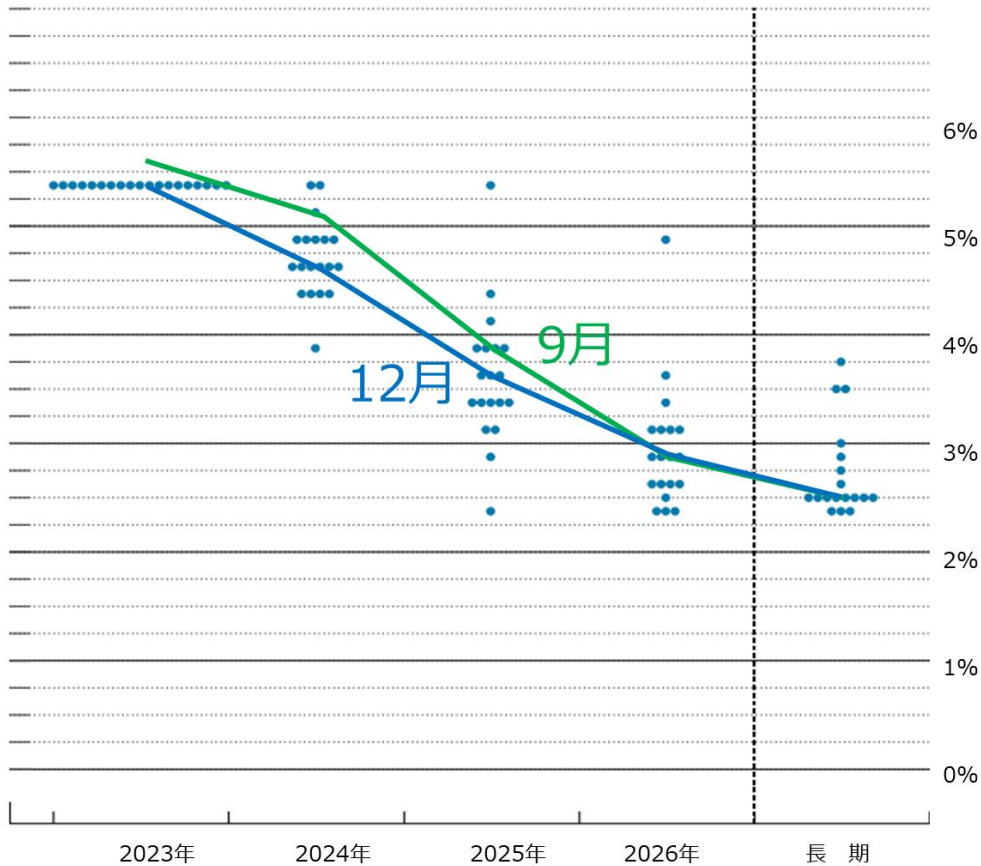
ドル円相場はまず米金利次第



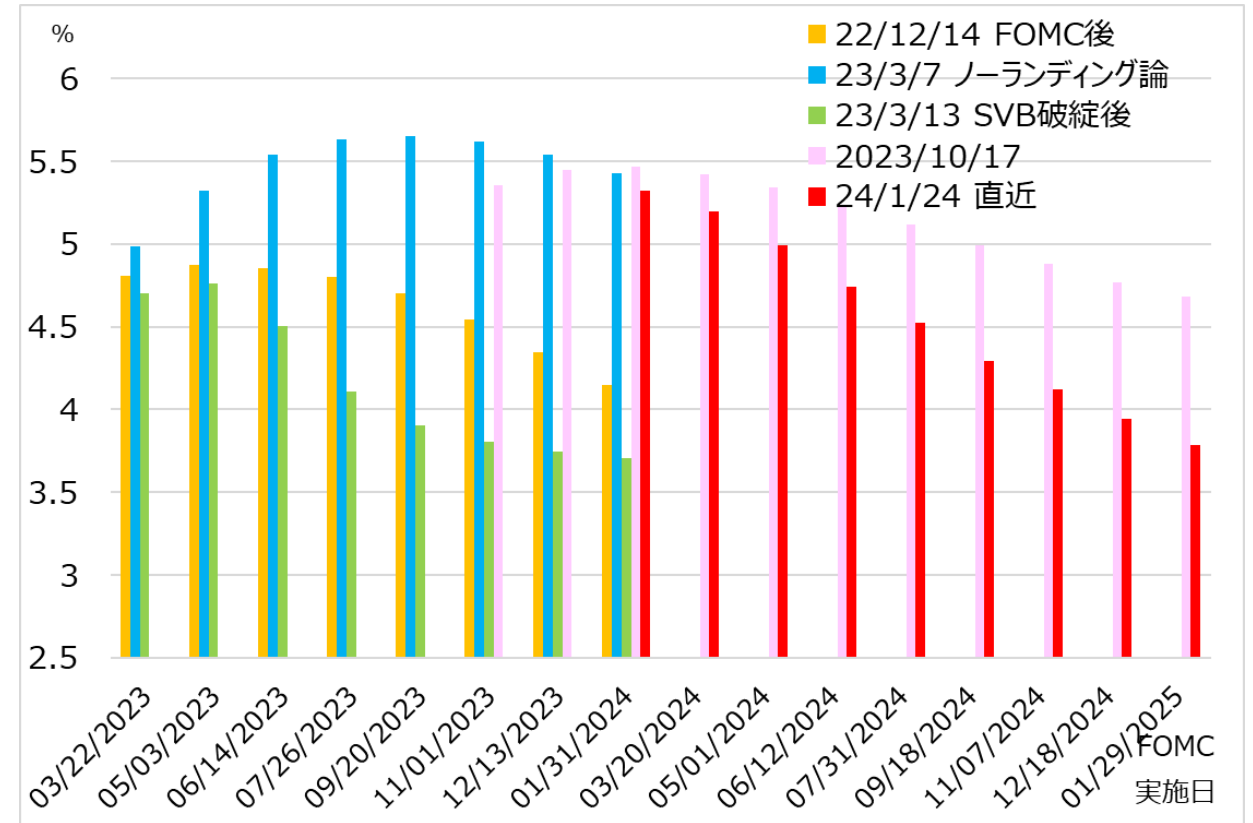
- 市場が織り込む金利低下なら
ドル円は130台下落が順当シナリオ
⇒しかし足元では円反発。なぜ？
 - ・米金利低下一服
ただし金利相関なら140台前半
 - ・日銀緩和解除先送り観測、
 - ・新NISAのオルカン・米株決済、
 - ・国際収支・米景気・米金融政策…
- ⇒円キャリー再開に安心機運

動因チェック (1) 米金利見通し

FOMCドットチャート



市場のFF金利見通しの推移

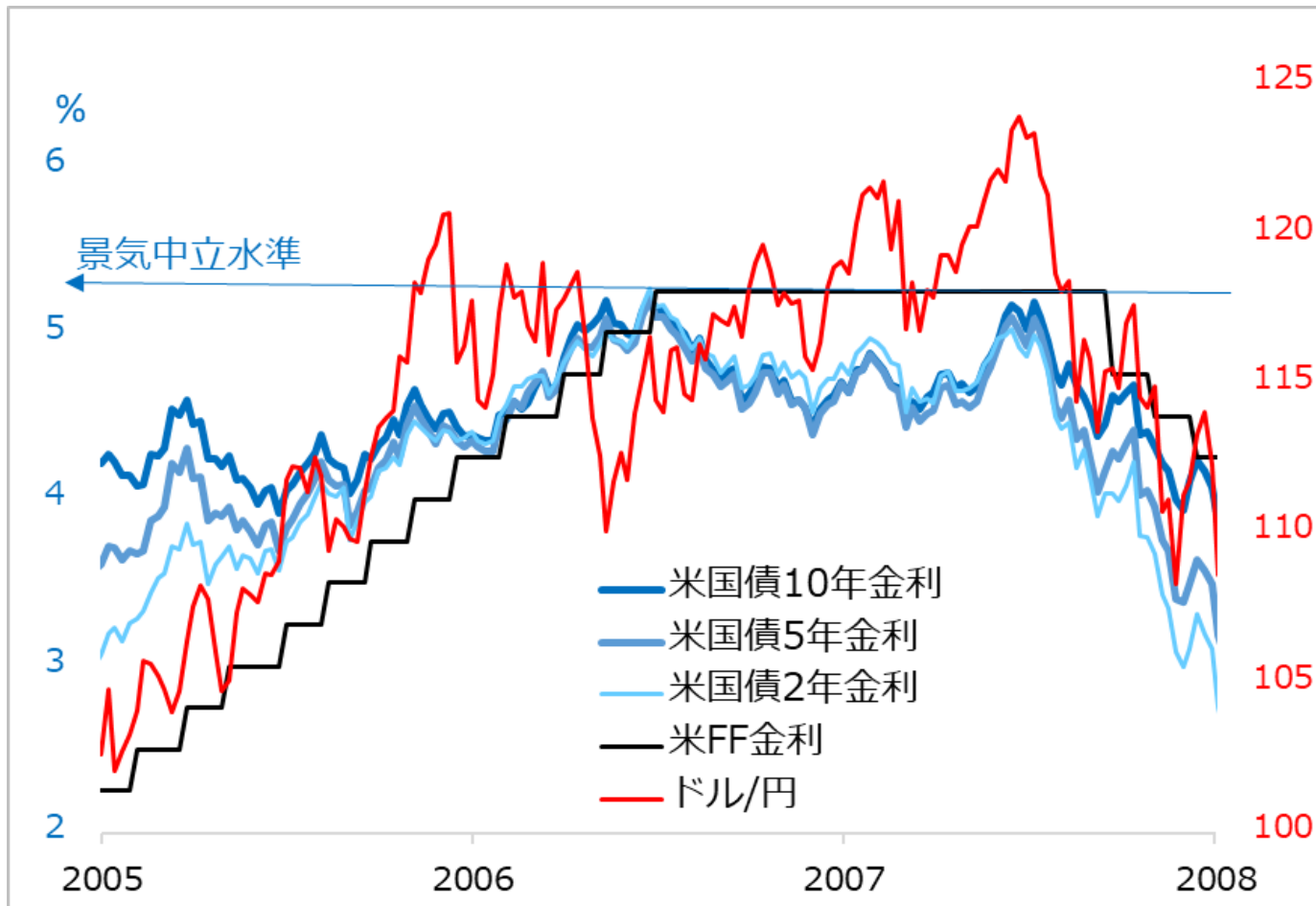


● **2024年の米利下げ見通し：市場 6回 vs FRB 3回**

⇒ **狭間で相場に揺らぎが発生しやすい：ドル円は6回なら130台下降、3回なら140台キープか**

動因チェック（2）米利上げ終了後

金利サイクル天井圏でのドル円：2006～2008年



●米利上げ終了後はドル円上昇の見方

＜事例＞2006～2007年

⇒チェックすべきは

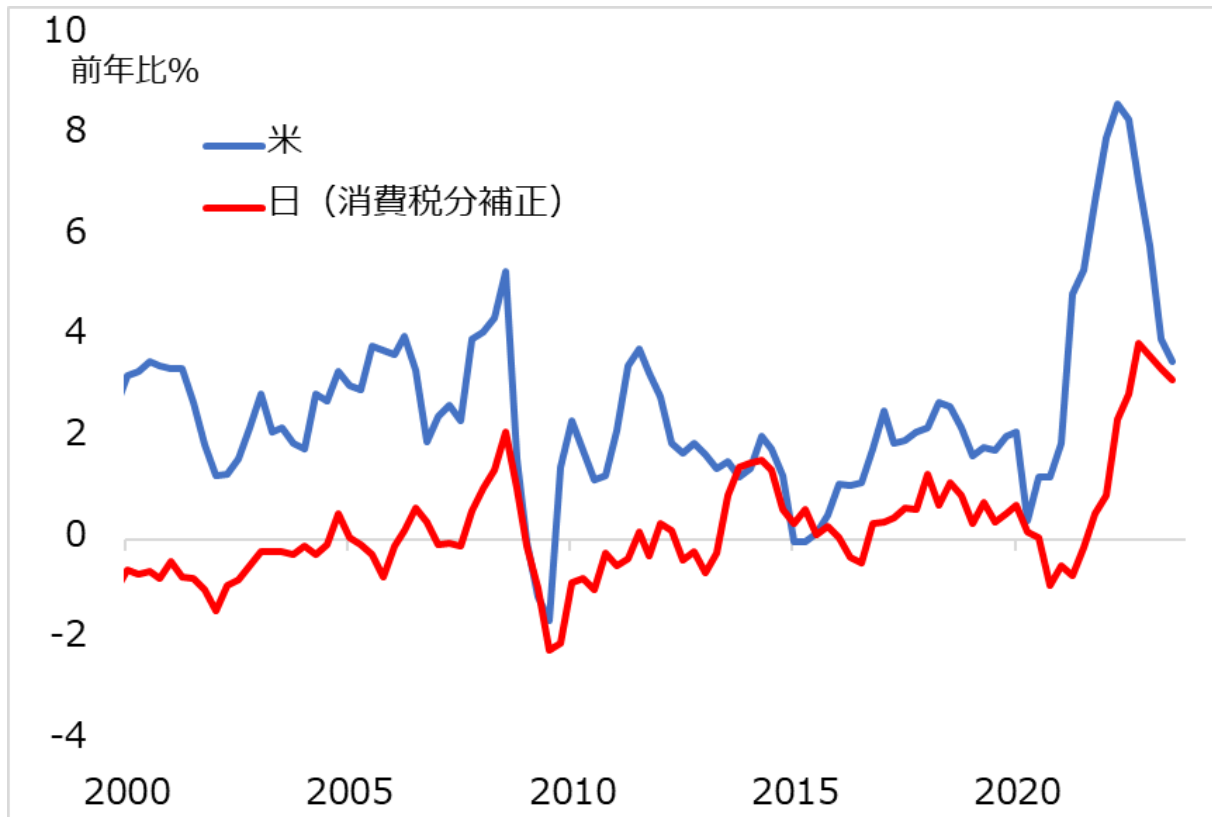
- ・利下げ見通し
- ・景気悪化リスク

⇒今回は？

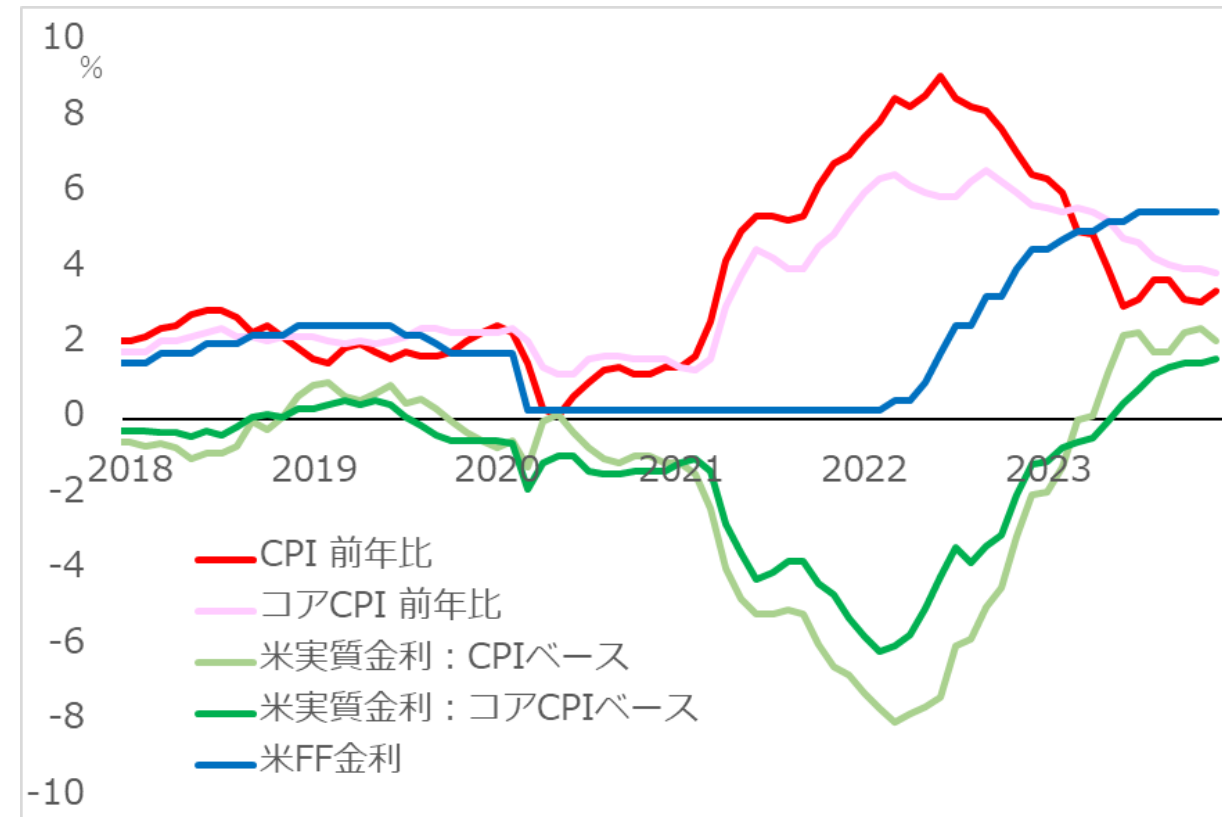
利下げ見通しはあるものの、
景気は軟着陸シナリオが主流

動因チェック (3) 米インフレ

米日CPI



米インフレ低下で実質金利上昇

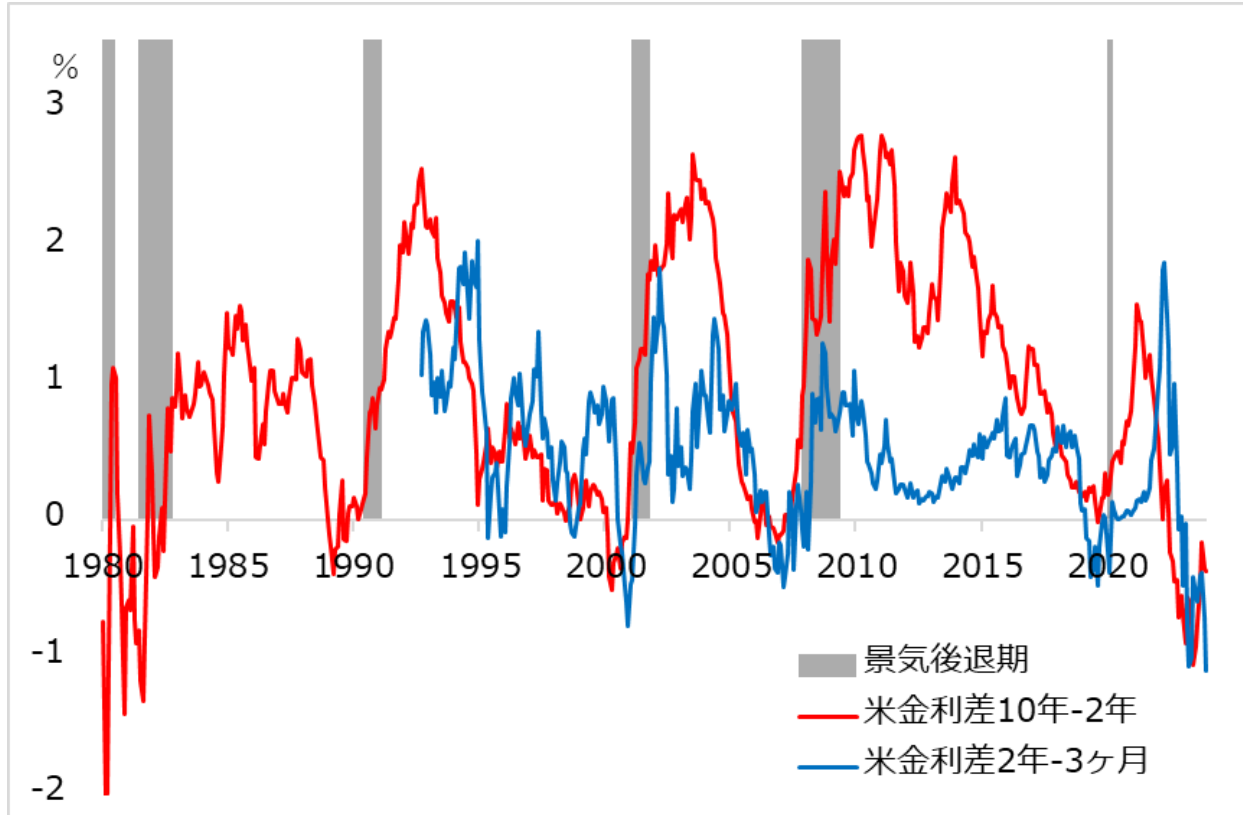


●米インフレ鈍化、日本インフレ下げ渋り

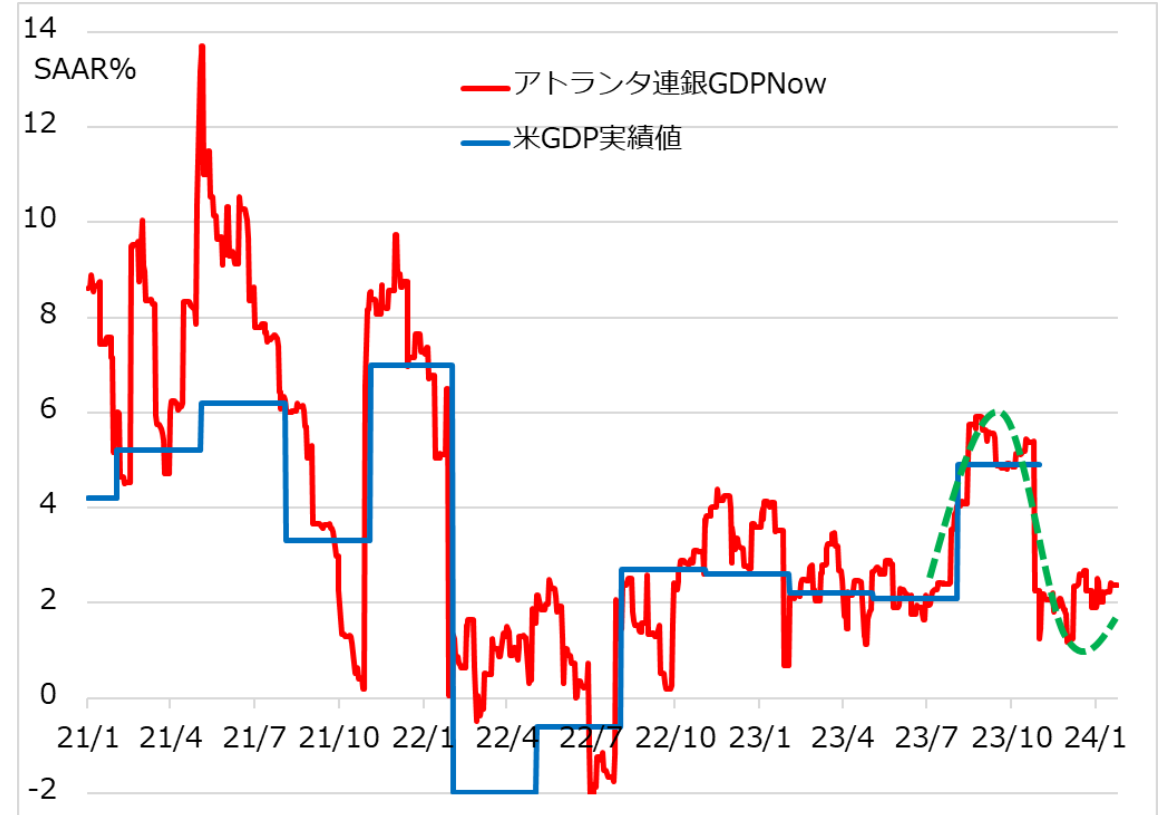
⇒ドル円は名目金利で動意 ⇒しかし実質金利がドル円をサポート

動因チェック (4) 米景気

米イールドカーブの景気後退シグナル



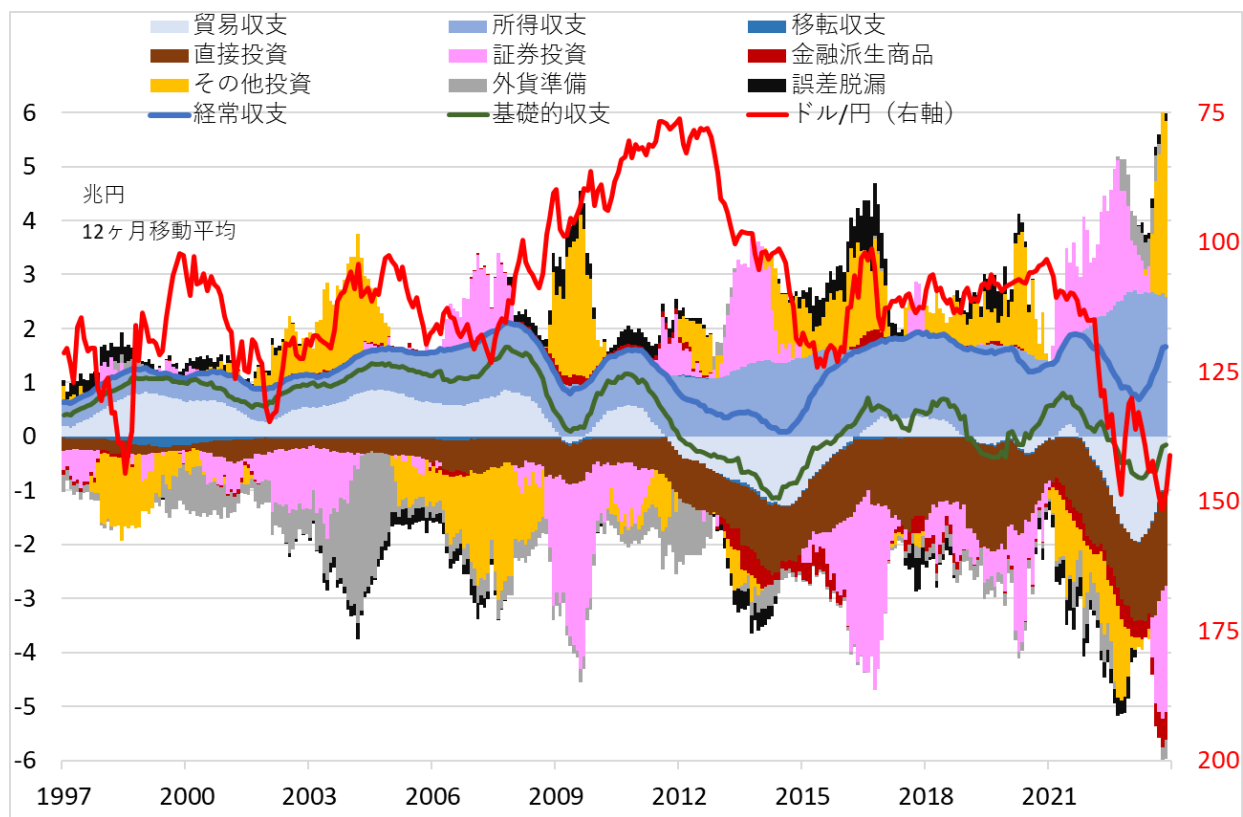
米GDPとGDPNow



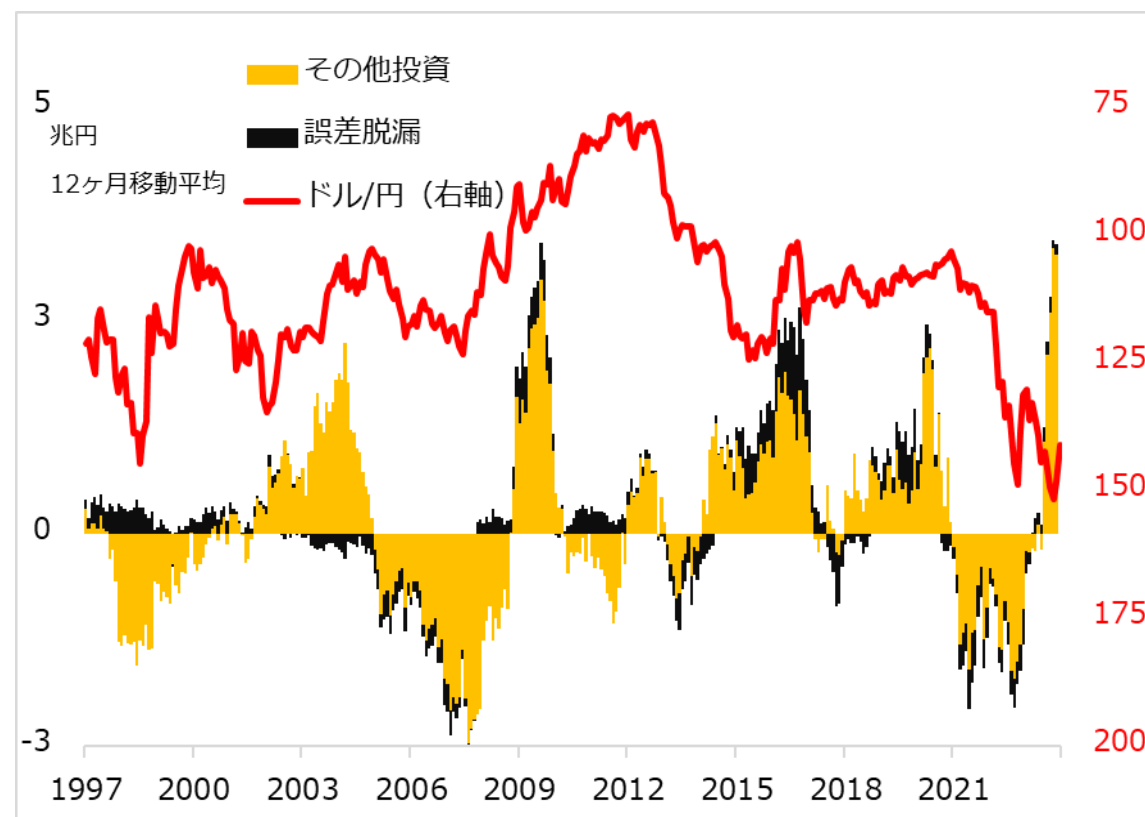
- **逆イールド**は米景気後退確率60%示唆 ⇒市場の織り込みは20%以下
⇒コロナ禍後の特殊事情で景気堅調が持続し、景気警戒的な専門家も軟着陸シナリオ採用

動因チェック (5) 国際収支

国際収支から見る為替需給



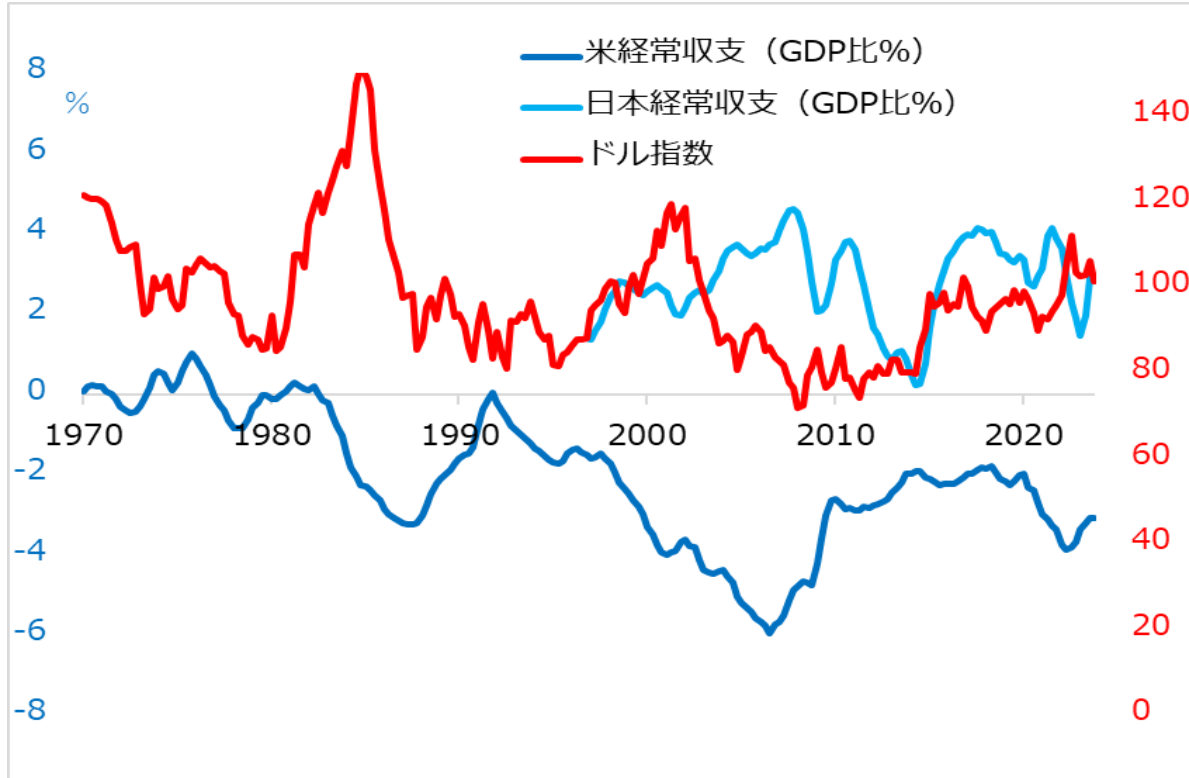
米インフレ低下で実質金利上昇



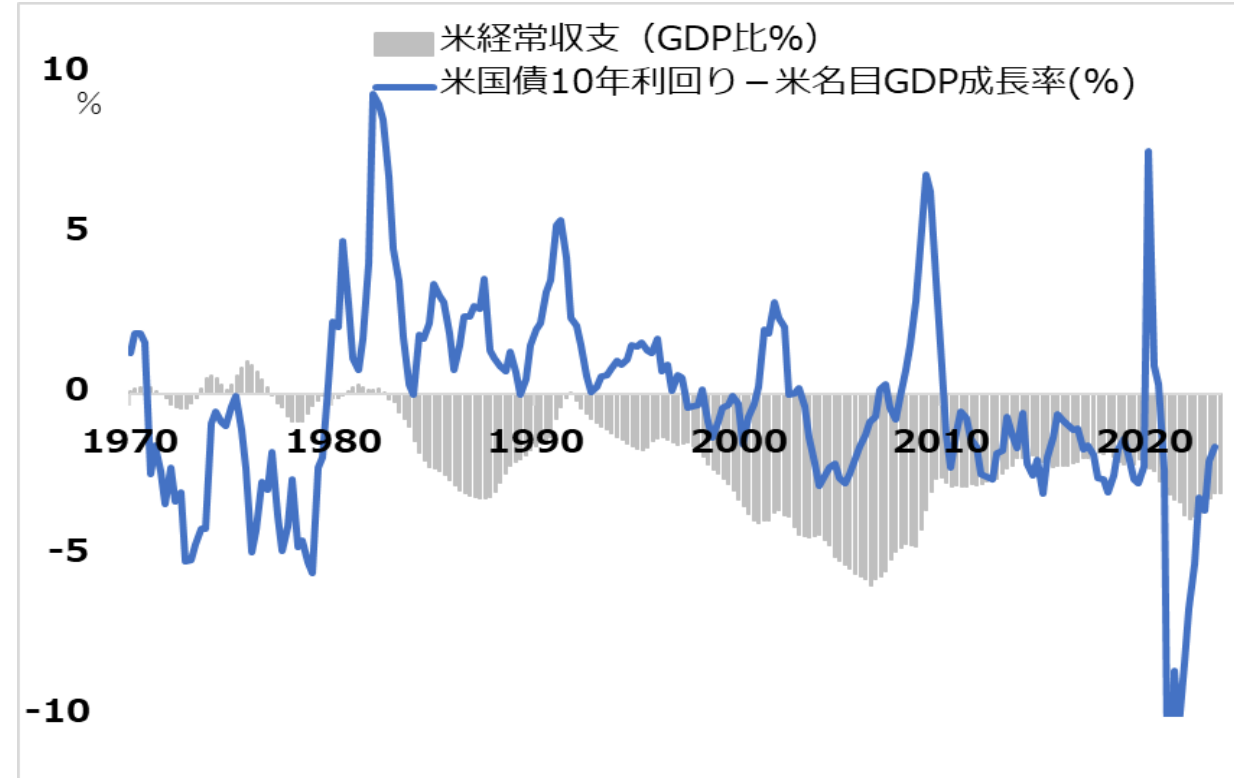
- 経常・貿易収支で見る為替需給はかつてほど円高的ではない
⇒しかし、短中期のドル円は金利感応的な資金フローが牽引

動因チェック (6) 米経常収支

ドル相場は米経常収支とは逆相関

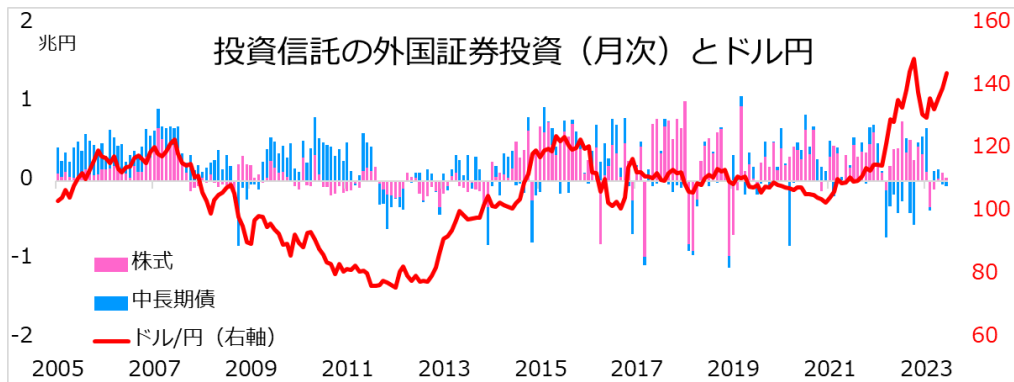
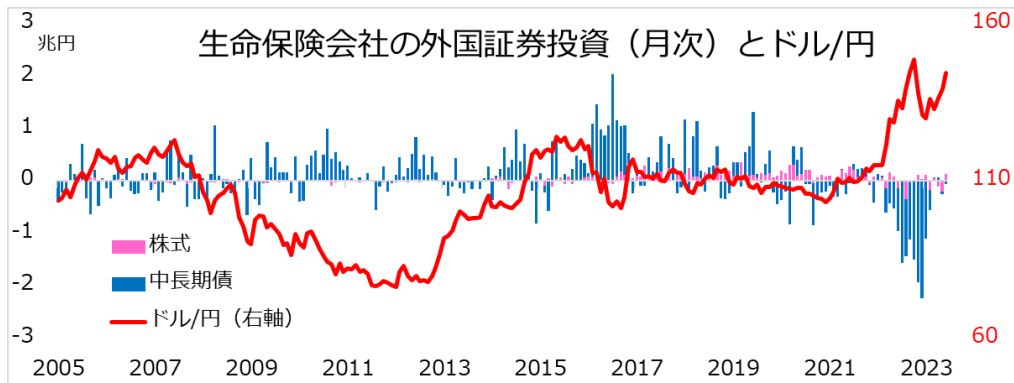
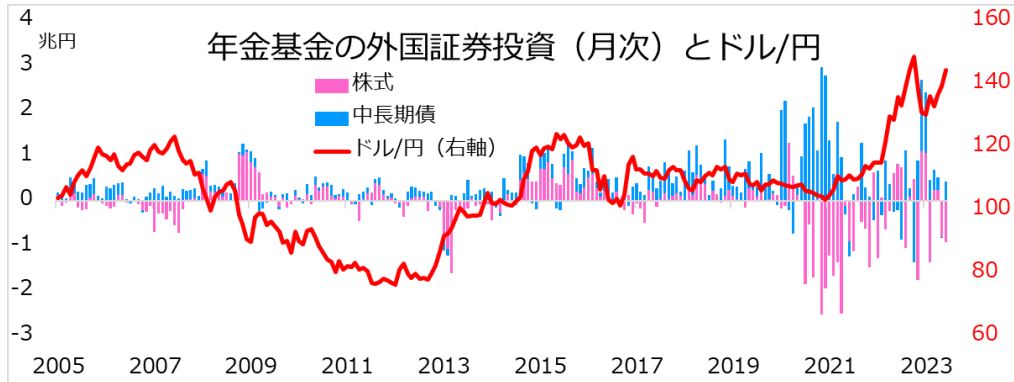


米国は経常赤字を賄えるか

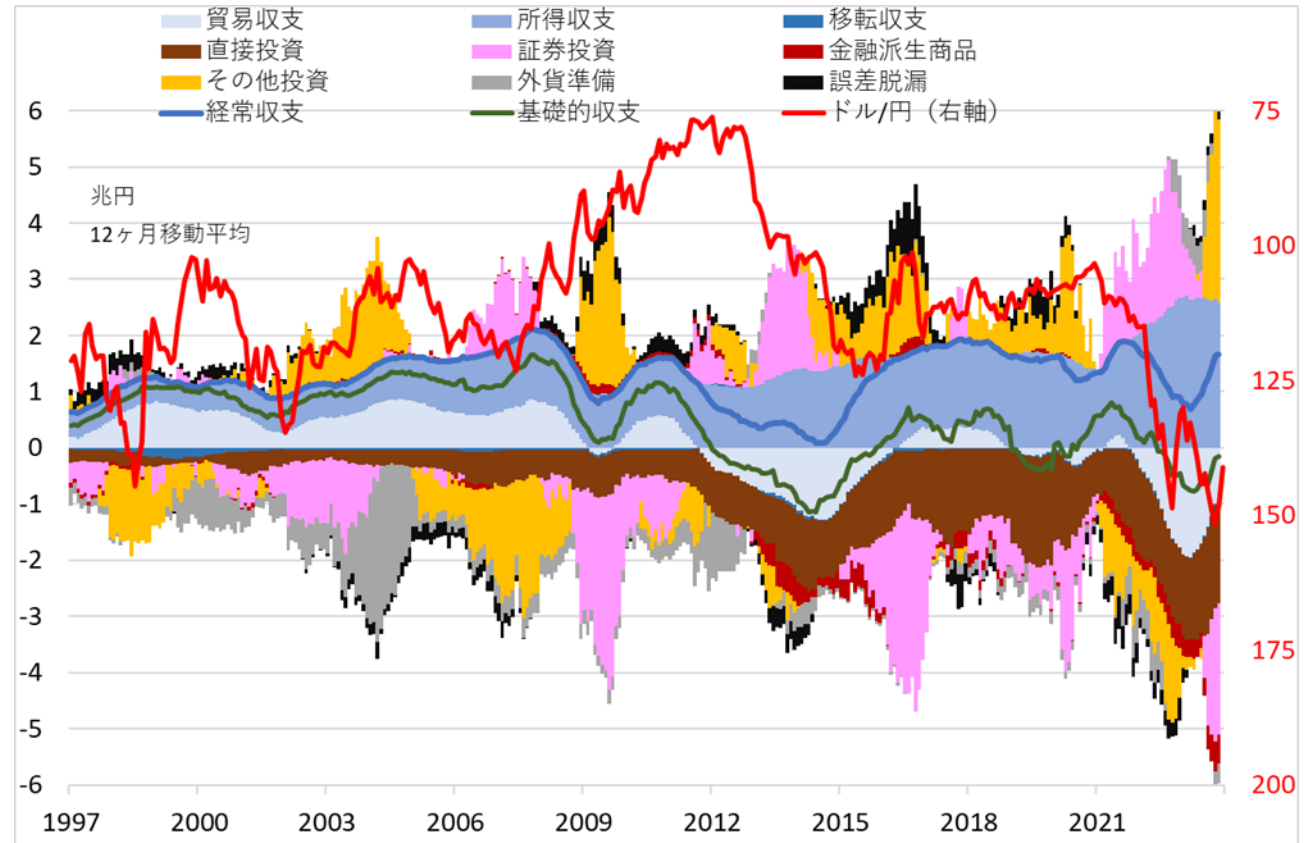


- 米好況時は輸入増で経常赤字増加 ⇒しかし米金利上昇でドル高
- 米不況時は輸入減で経常赤字縮小 ⇒しかし米金利低下でドル安
- かつて日本の経常収支、ドル円は米国の主な受け皿 ⇒現在は…

動因チェック (7) 新NISA



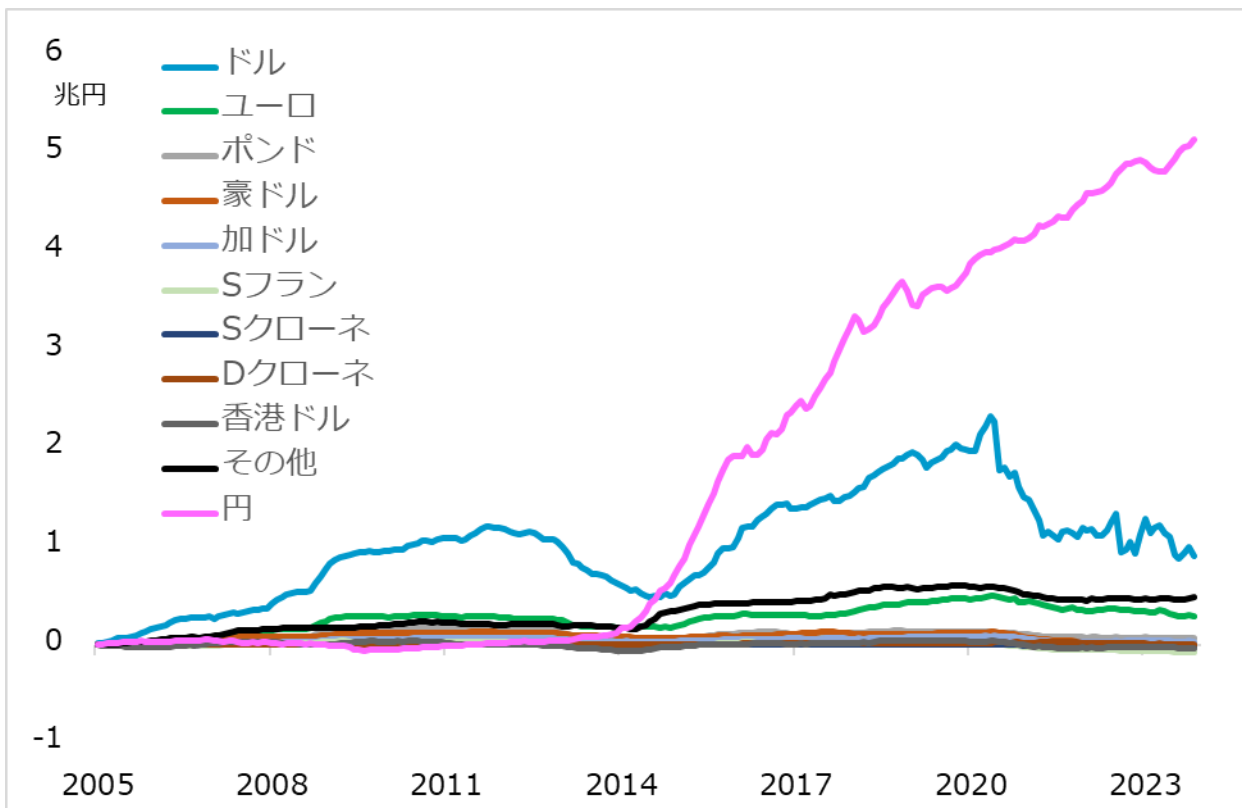
日本の国際収支の中の証券投資



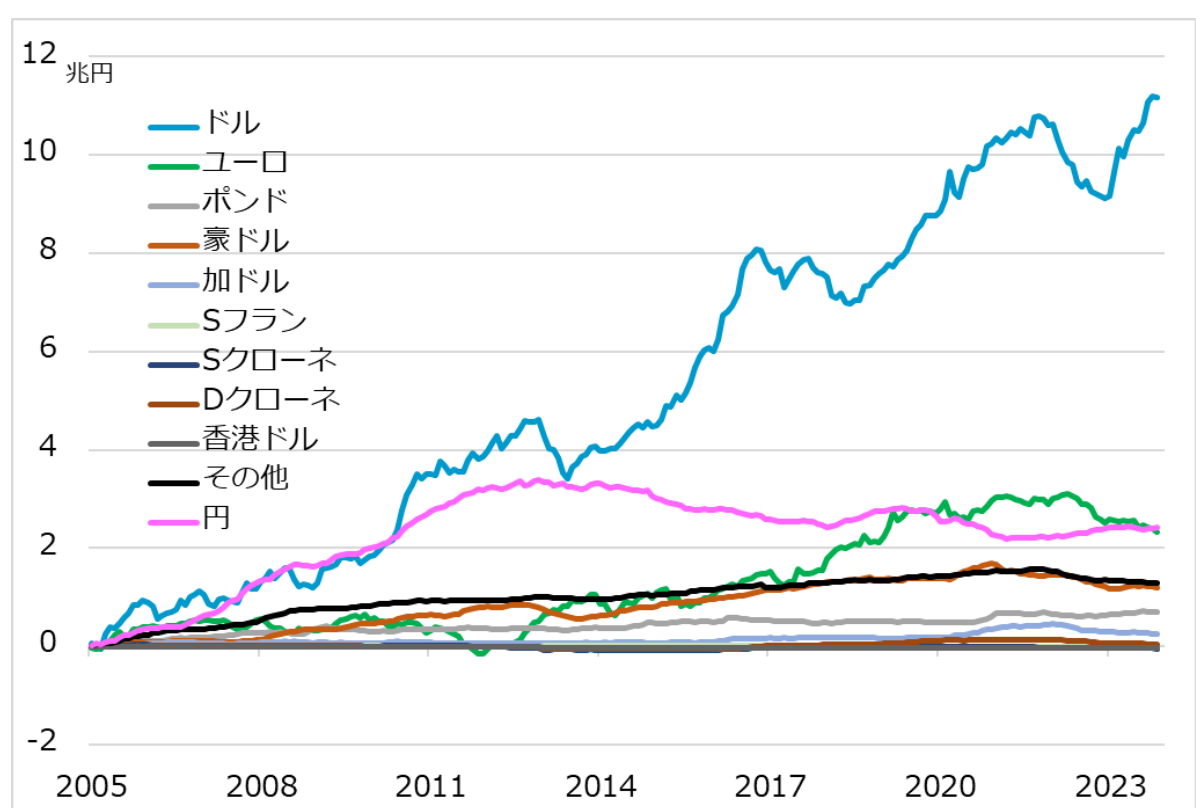
- 新NISAの主流はオルカンとS&P500など米株
⇒円高抑制的ながらインパクトは緩やか⇒米金利優勢

動因チェック (8) 通貨別の対外証券投資

日本の通貨別の対外株式投資



日本の通貨別の対外債券投資



動因チェック (9) 日本銀行

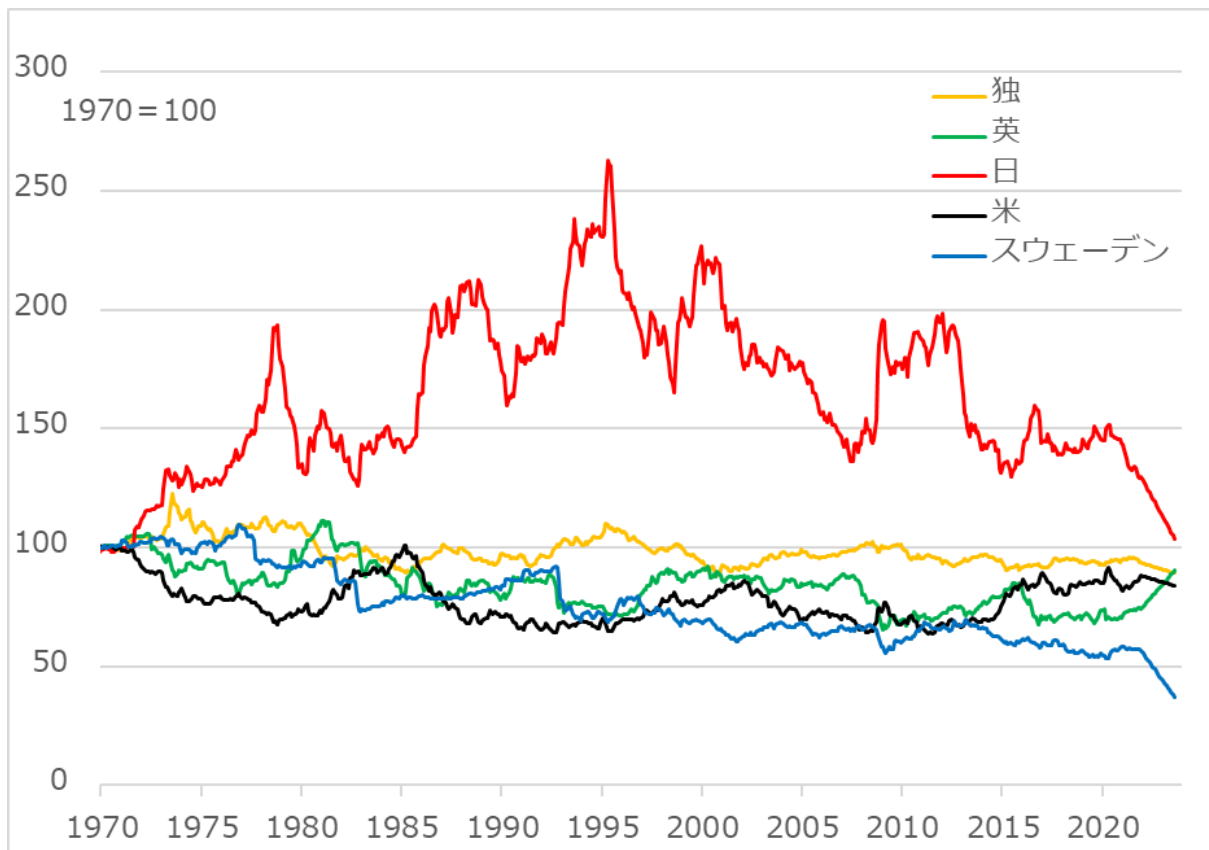
ドル円と日銀のYCC見直し時期 (▲)



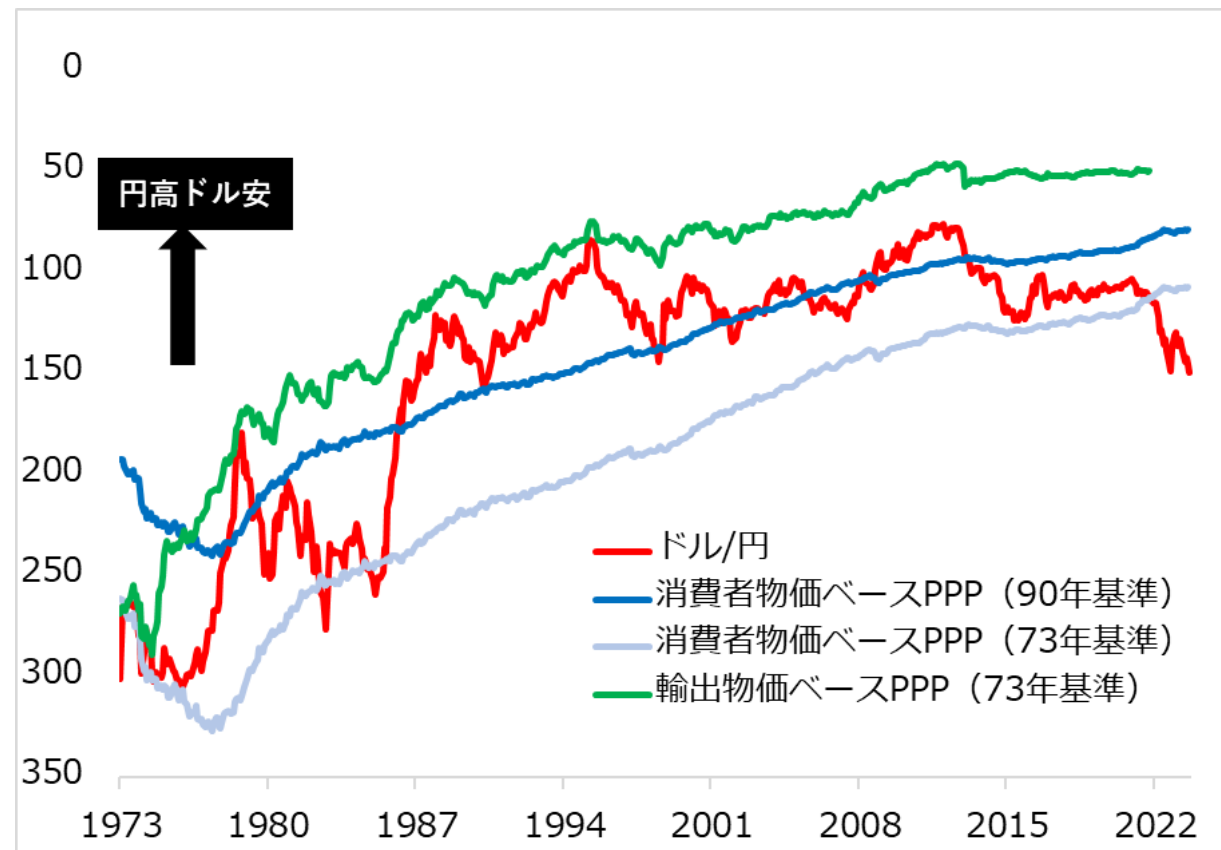
- 日本銀行の利上げはあっても限定的
⇒ 米国との金融政策格差の変化は僅か
⇒ ドル円の反応は
円キャリー投機筋の一次反応まで

動因チェック (10) 日本の衰退

主要国の実質実効為替レート



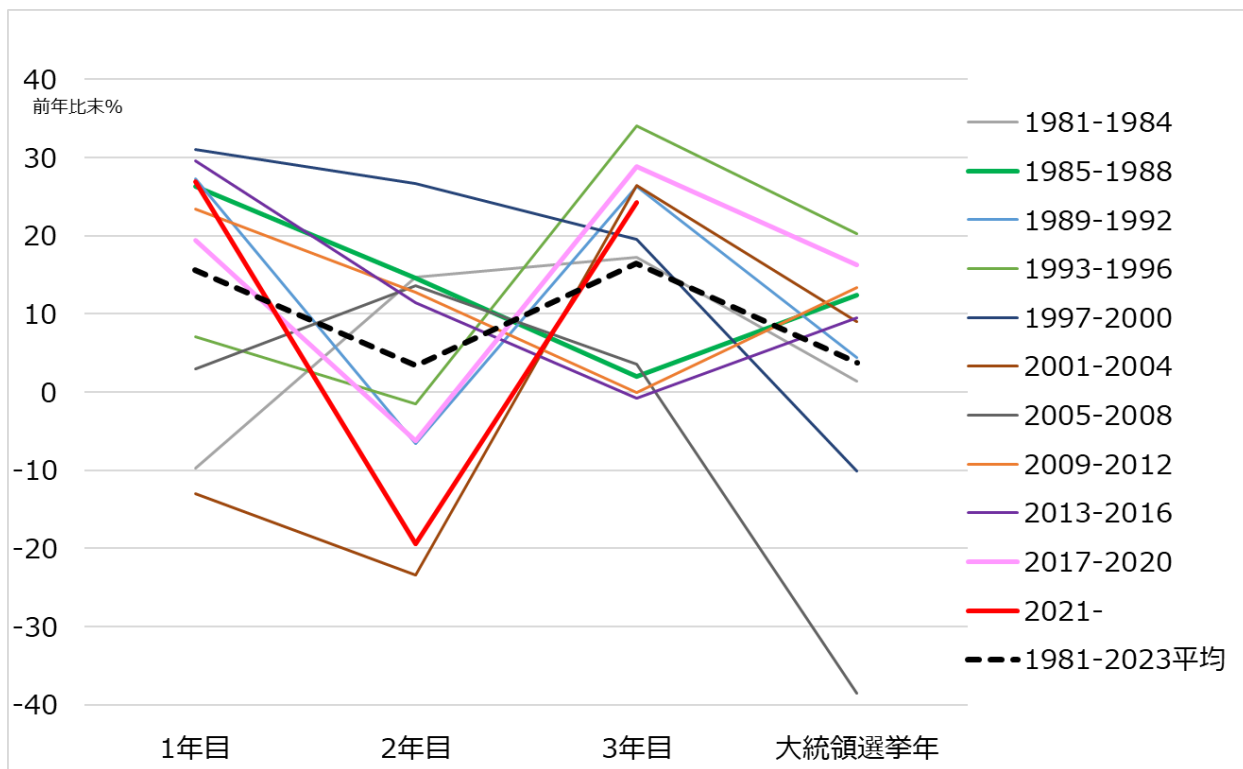
購買力平価で見るドル円



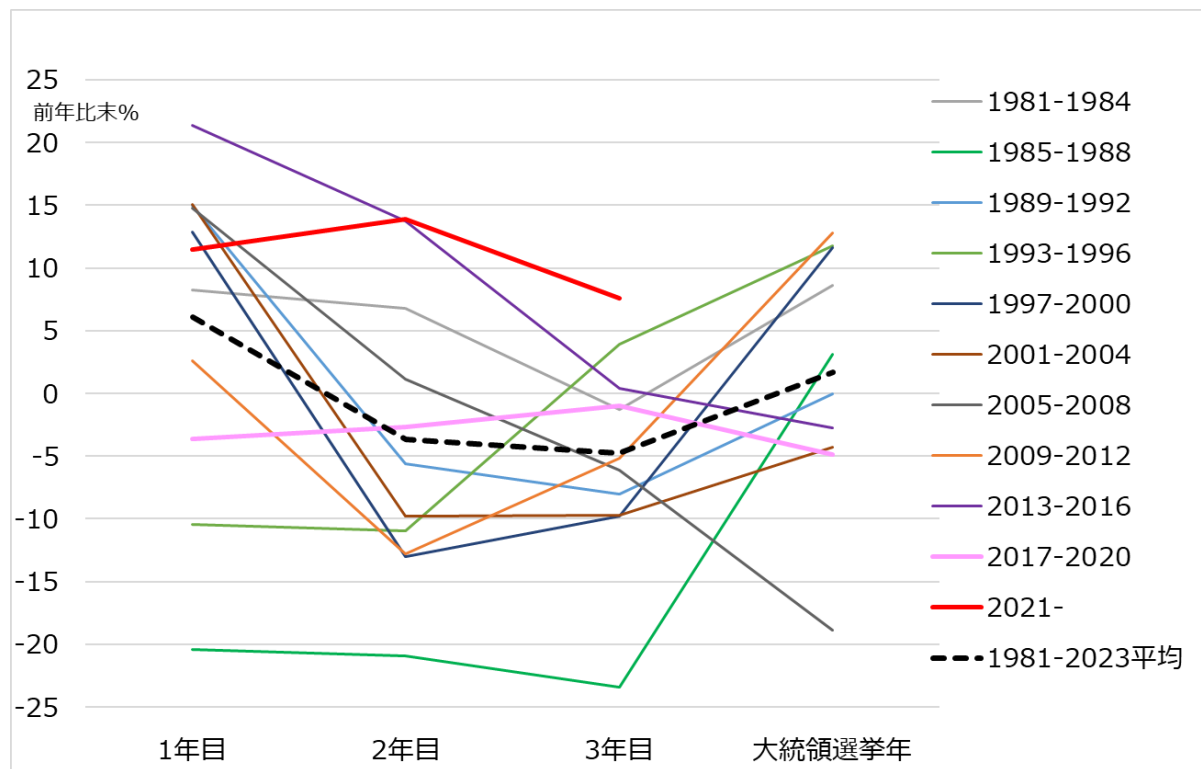
- 構造要因による円安と、米金利でほぼ説明できる中期の循環的な円安を混同しない

動因チェック (11) 米大統領選挙

S&P500相場の米大統領選挙年サイクル



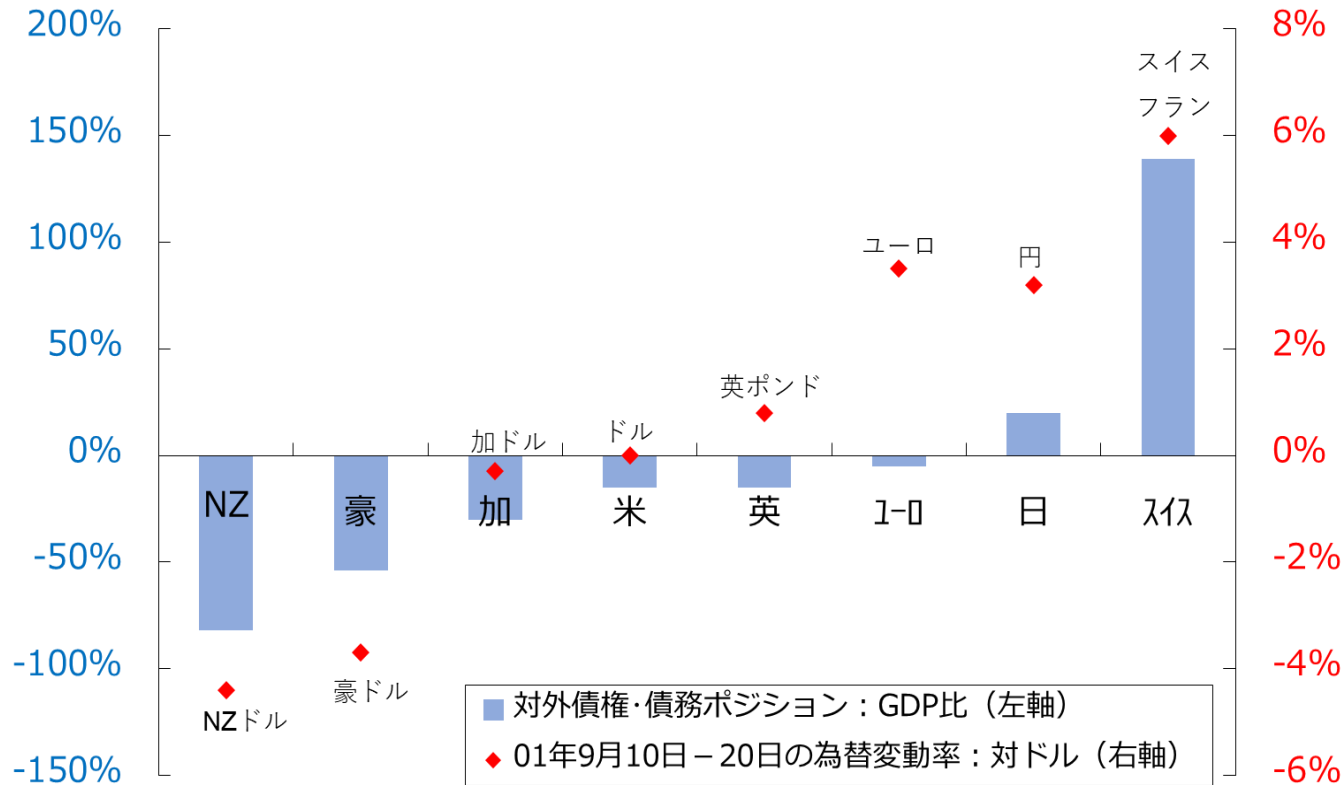
ドル円相場の米大統領選挙年サイクル



- 米大統領は4年後の選挙時を好景気にするマクロ政策配分
⇒株は景気に先行、ドル円は遅行 ⇒チェックすべきは、選挙でなく、マクロ状況

動因チェック（12）地政学など有事

2001年9月11日米同時多発テロ時の為替相場



第1段階 逃げる（避難する）

- ・リスク投資の削減
- ・安全資産へ避難：現金、国債、金
- ・**平常性バイアス**：致命的かチャンスか

第2段階 止まる（動けない）

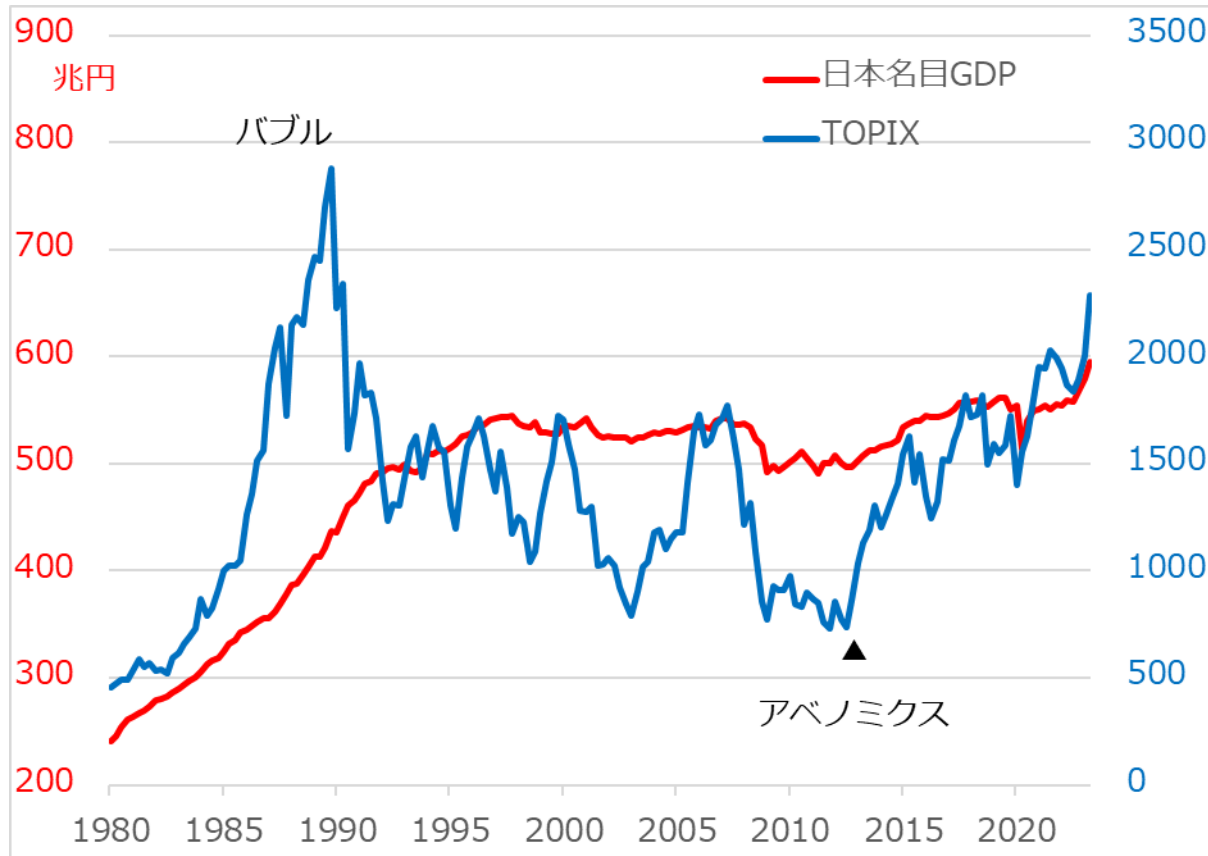
- ・債権ポジション vs 債務ポジション

第3段階 ファンダメンタルズ次第

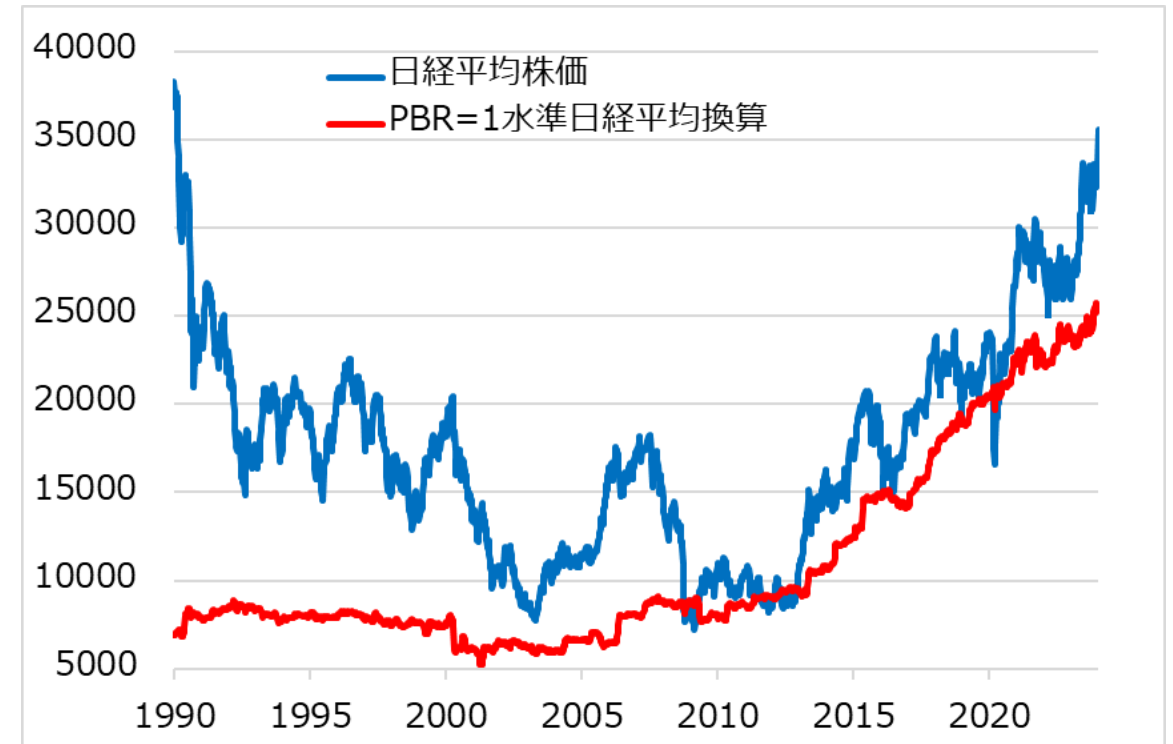
- 円は、債権国通貨として、かつてのような「有事買い」は限定的
⇒「有事のドル」との見合いで膠着後、米金利低下に沿って軟化を想定するが…

投資（1）日本株：名目GDP

超長期：日本の名目GDPとTOPIX



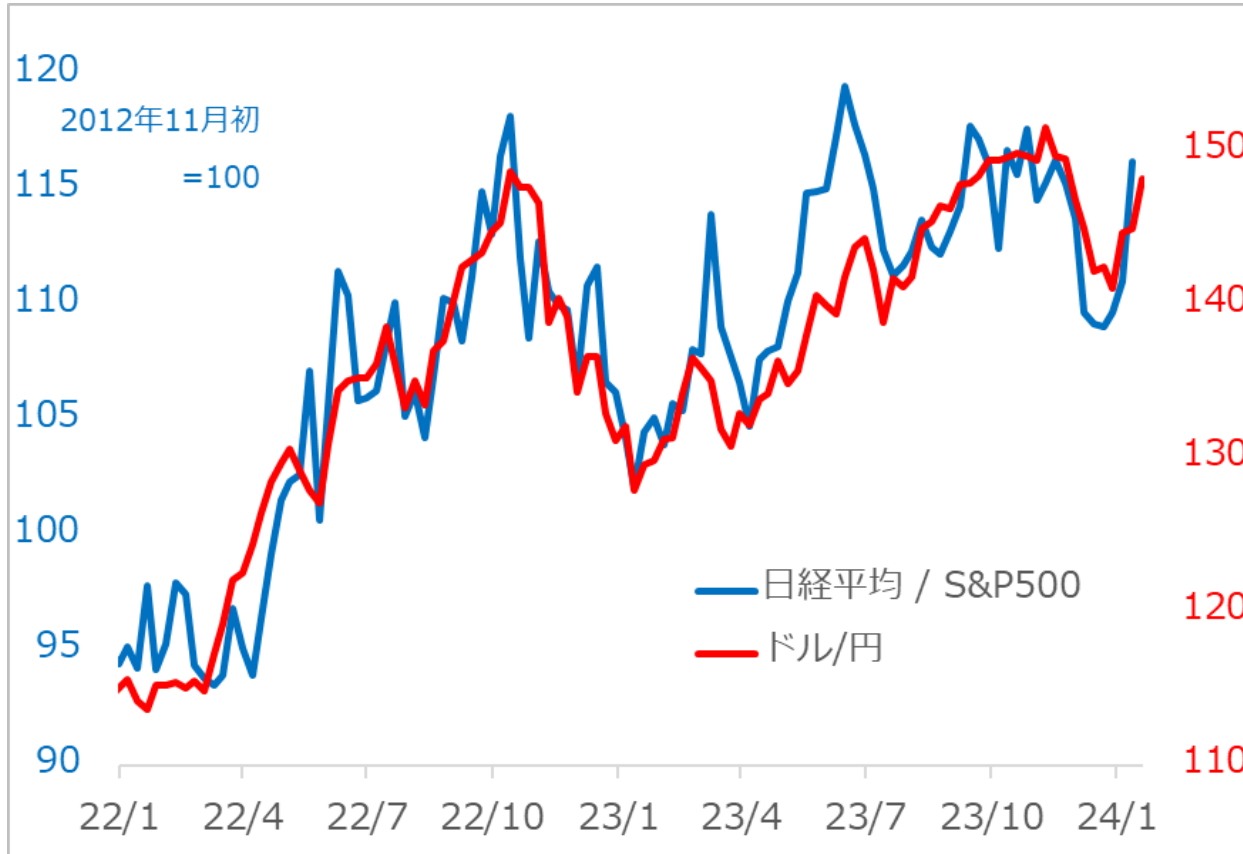
日経平均株価とPBR1倍水準



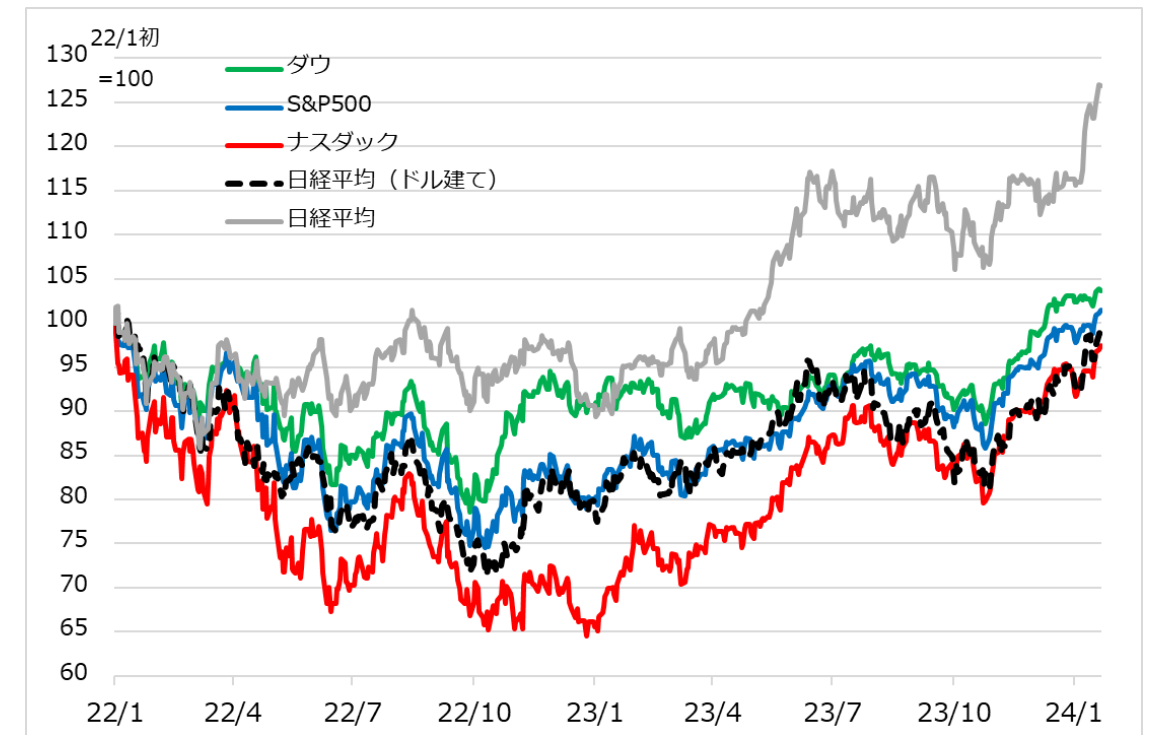
- 失われた20年：円高 ⇒ デフレ ⇒ 名目成長ゼロ ⇒ 株低迷 ⇒ 企業守勢 ⇒ デフレ…の悪循環
- アベノミクス + コロナ禍：円安とインフレ ⇒ 名目GDPアップ ⇒ 賃上げ、株高、改革機運

投資 (2) 日本株：米株とドル円

日本株相場は米株相場と円相場次第



日本株 (円建てとドル建て) vs 米株

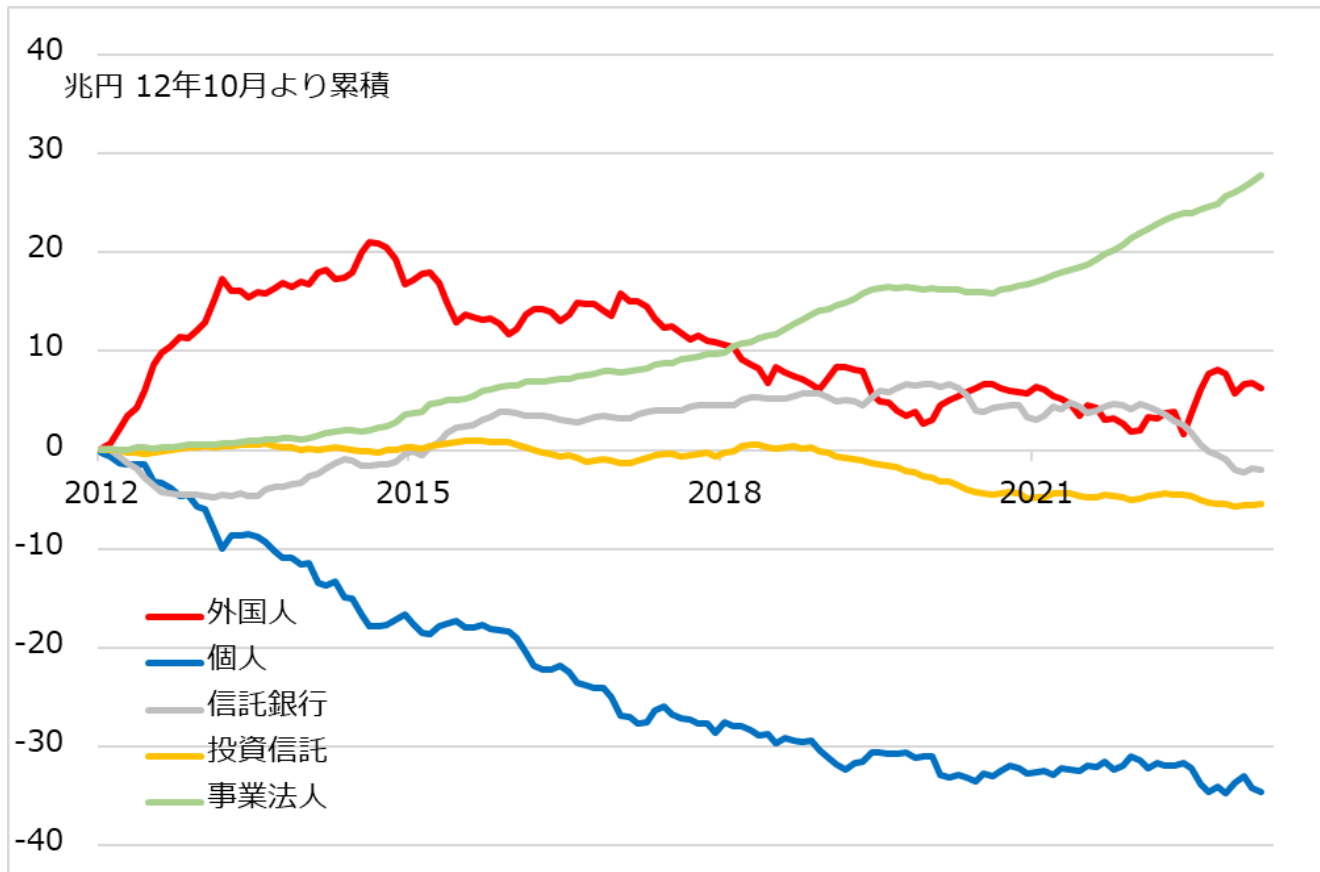


● 日本株上昇は米株高と円安で大半説明可能

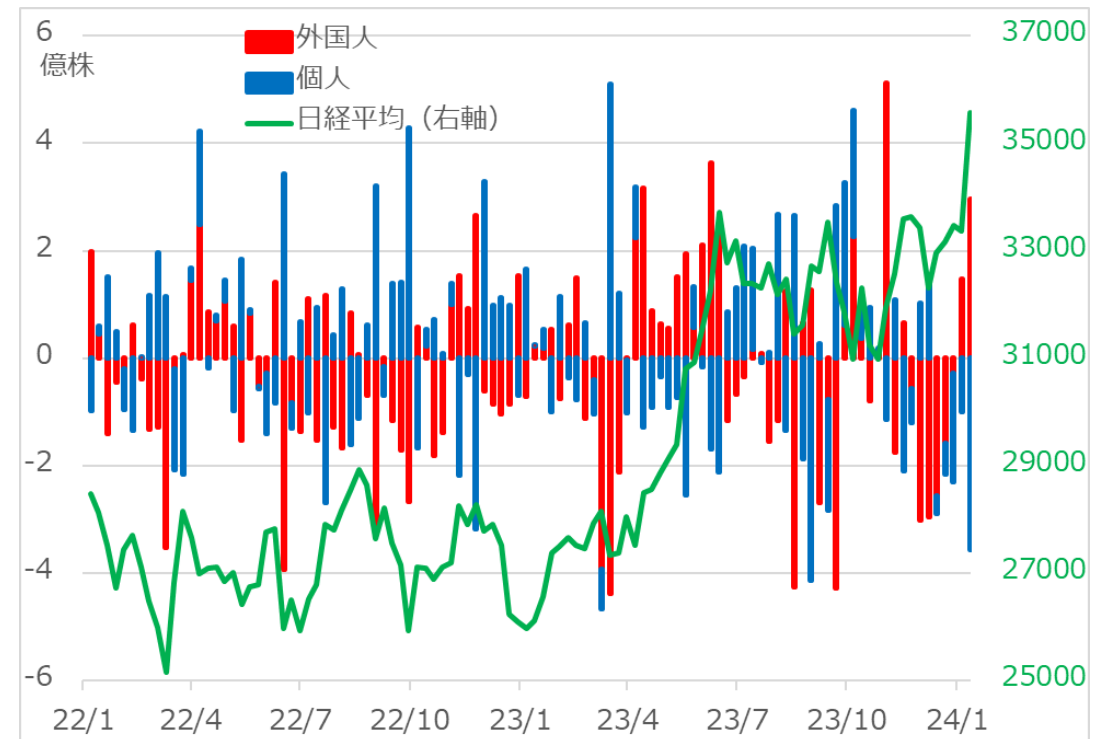
⇒米金利低下で「米株安×円高」なら日本株圧迫 ⇒この条件の発現前では日本株に妙味

投資 (3) 日本株：海外投資家

外国人の日本株評価が重要



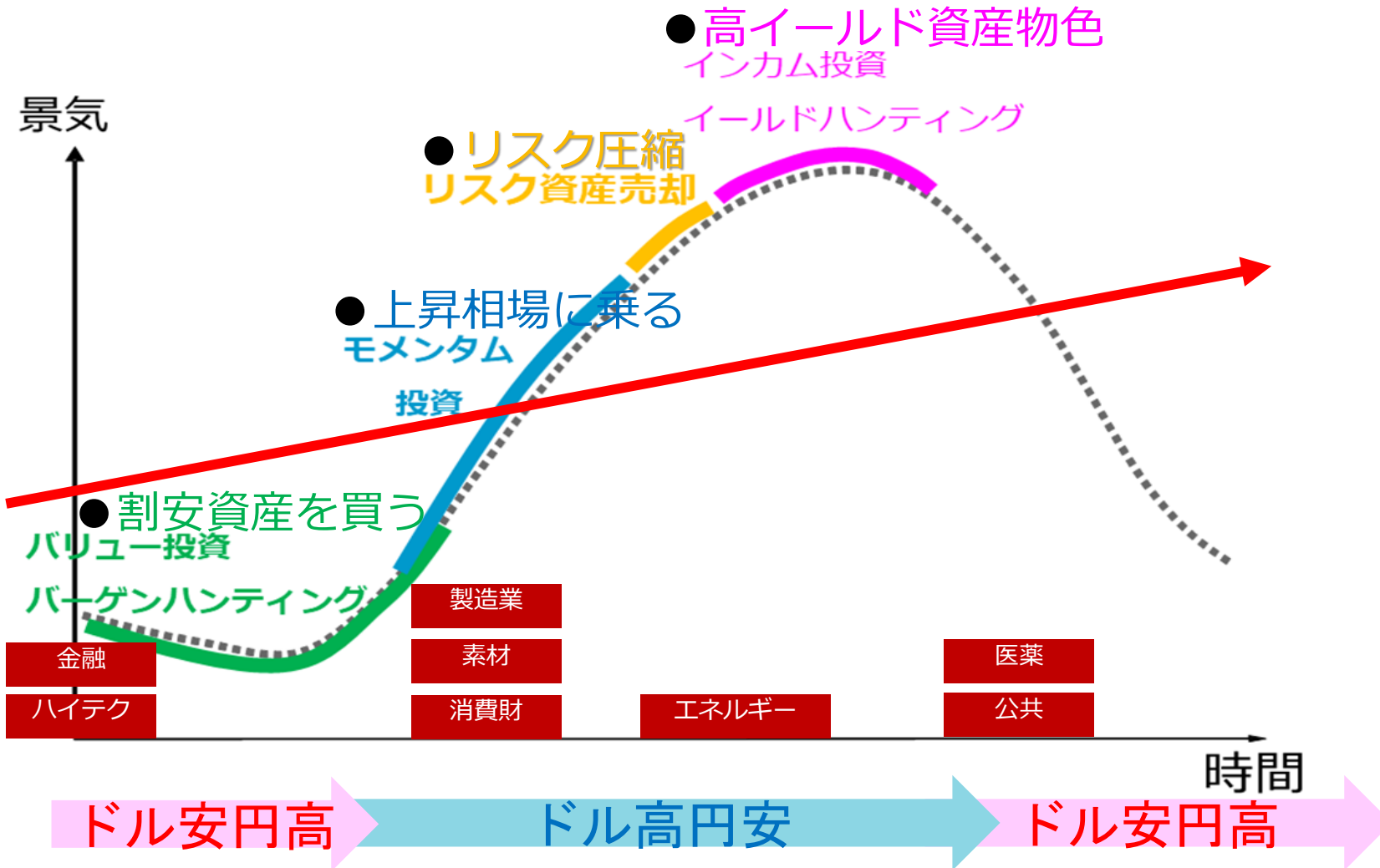
日本株のネット売買：外国人 vs 日本個人



- 日本の名目GDP拡大 ⇒ 賃金上昇と脱デフレ ⇒ 企業の自主決定力・改革機運
- 脱中国の日本シフト、グローバル化見直しで日本回帰 ⇒ 個人の投資行動は変わるか

投資（4）ローテーション

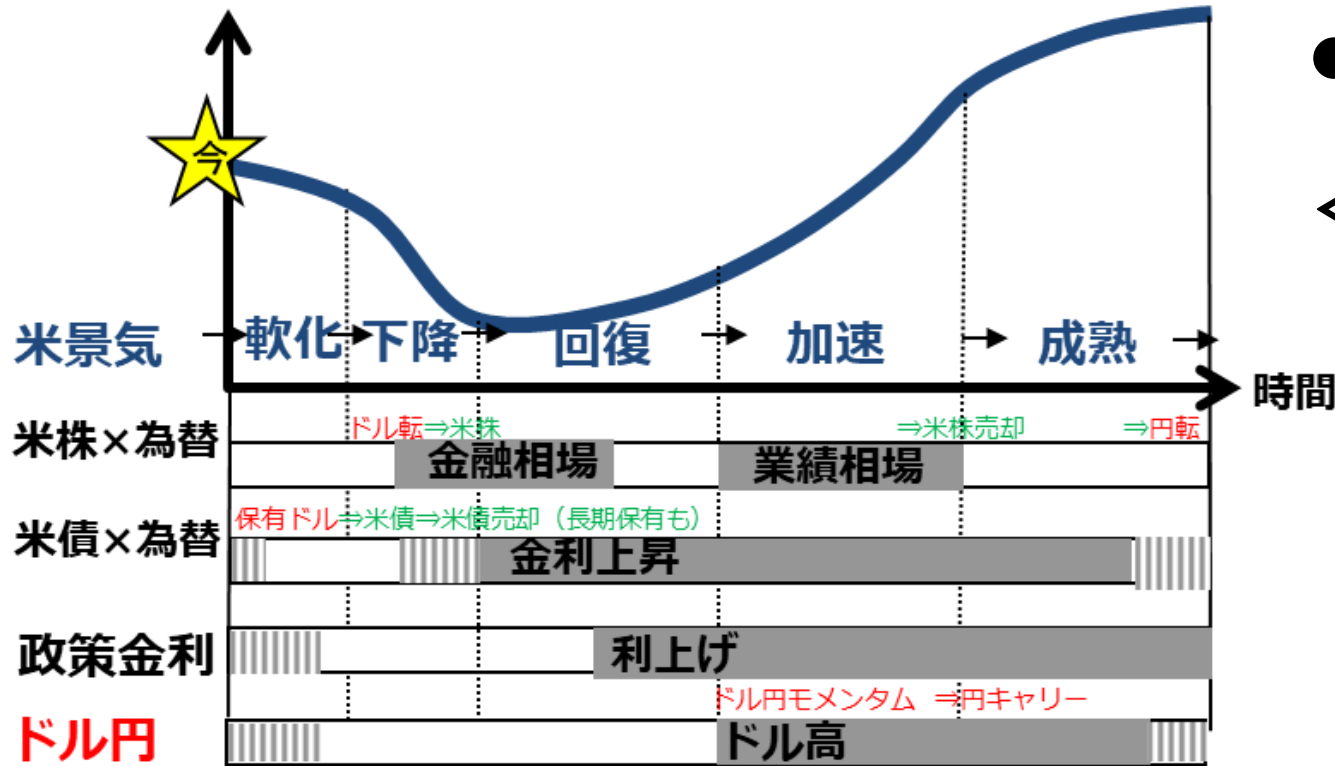
米サイクル投資の基本



- **米資産へのドル投資なら**
 - ・イールドハンティング
 - ・指数・優良株時間分散
- **円ベース投資なら**
 - ・円高リスクを計算
 - ・円高時は国内株にダメージ
 - ・円転円投の活用

投資 (5) 円転・円投

円ベース投資サイクル



●円資金のドル転投資

⇒ケース分けして時間分散、時間軸で評価

<ケース>

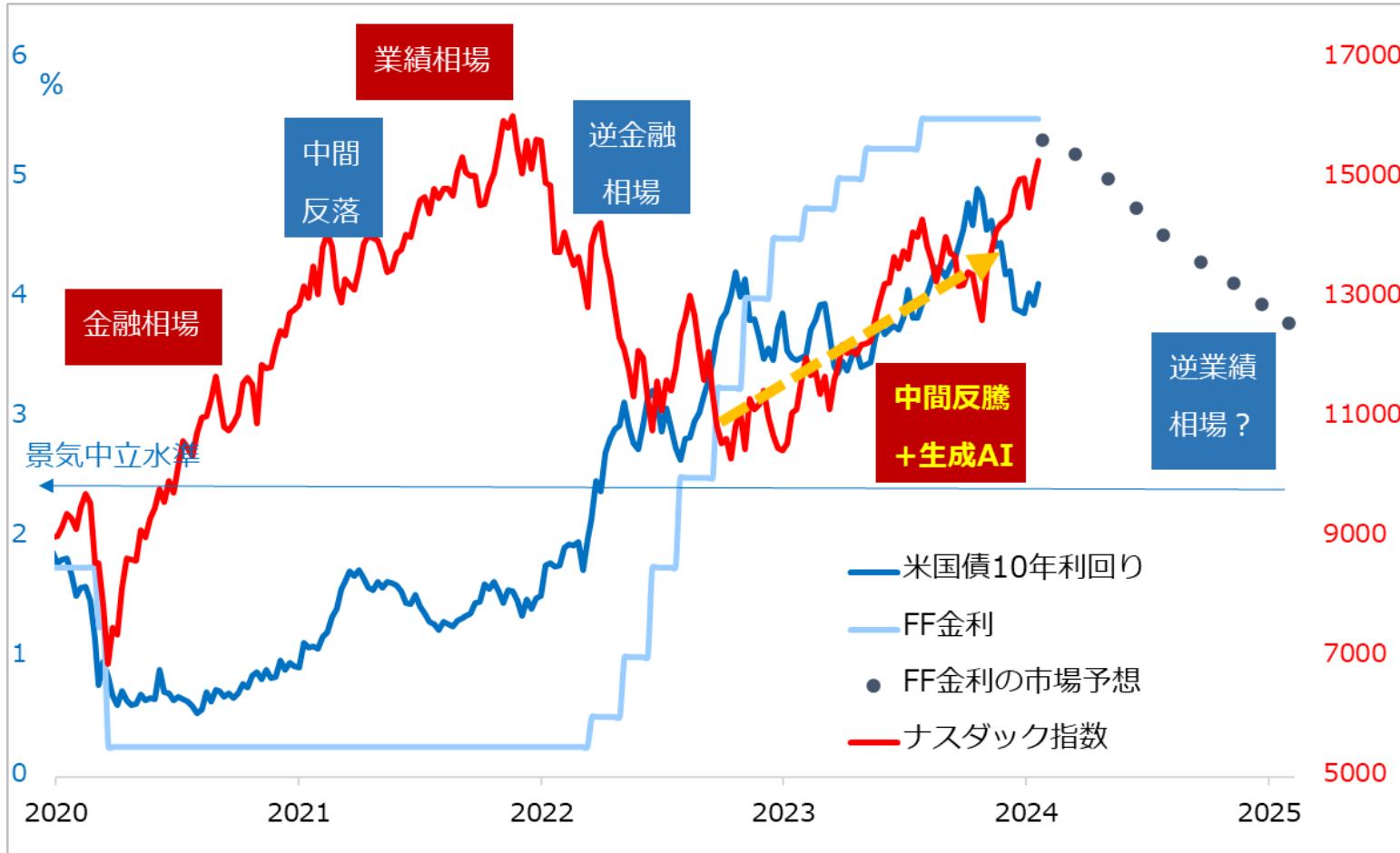
A : 米金利低下 : 円高 vs 米債高
米株高、日本株?

B : 米金利低下 : 円高 vs 米債高
米株安、日本株安

C : 米金利上昇 : 円安 vs 米債安
(でも高金利享受)
米株?、日本株底堅い?

投資（6）米株式：生成AI・半導体主導

ナスダック指数と米金利のサイクル対応



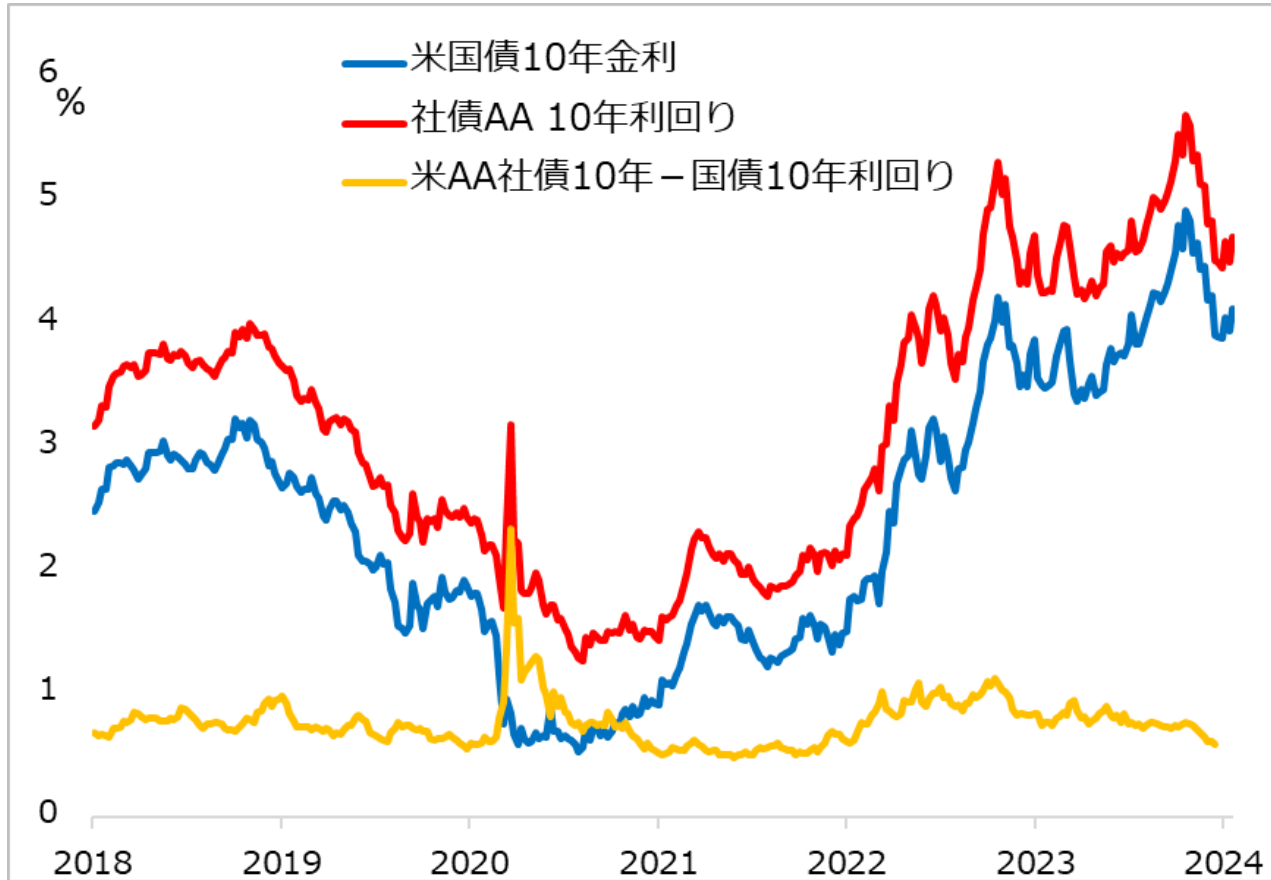
- 高金利で景気悪化リスクの下
単純に株式投資推奨はできない
しかし軟着陸シナリオ下では
生成AI・半導体トレンドに
投資にチャレンジする妙味

<リスク>

- ・中期景況・金利シナリオは
依然として上・中・下で定まらず
数カ月ごとに相場心理変転も
- ・短期対応か、中長期狙いか
⇒景況悪化ケース
⇒金利反発ケース

投資（7）米債券

イールドハンティング領域



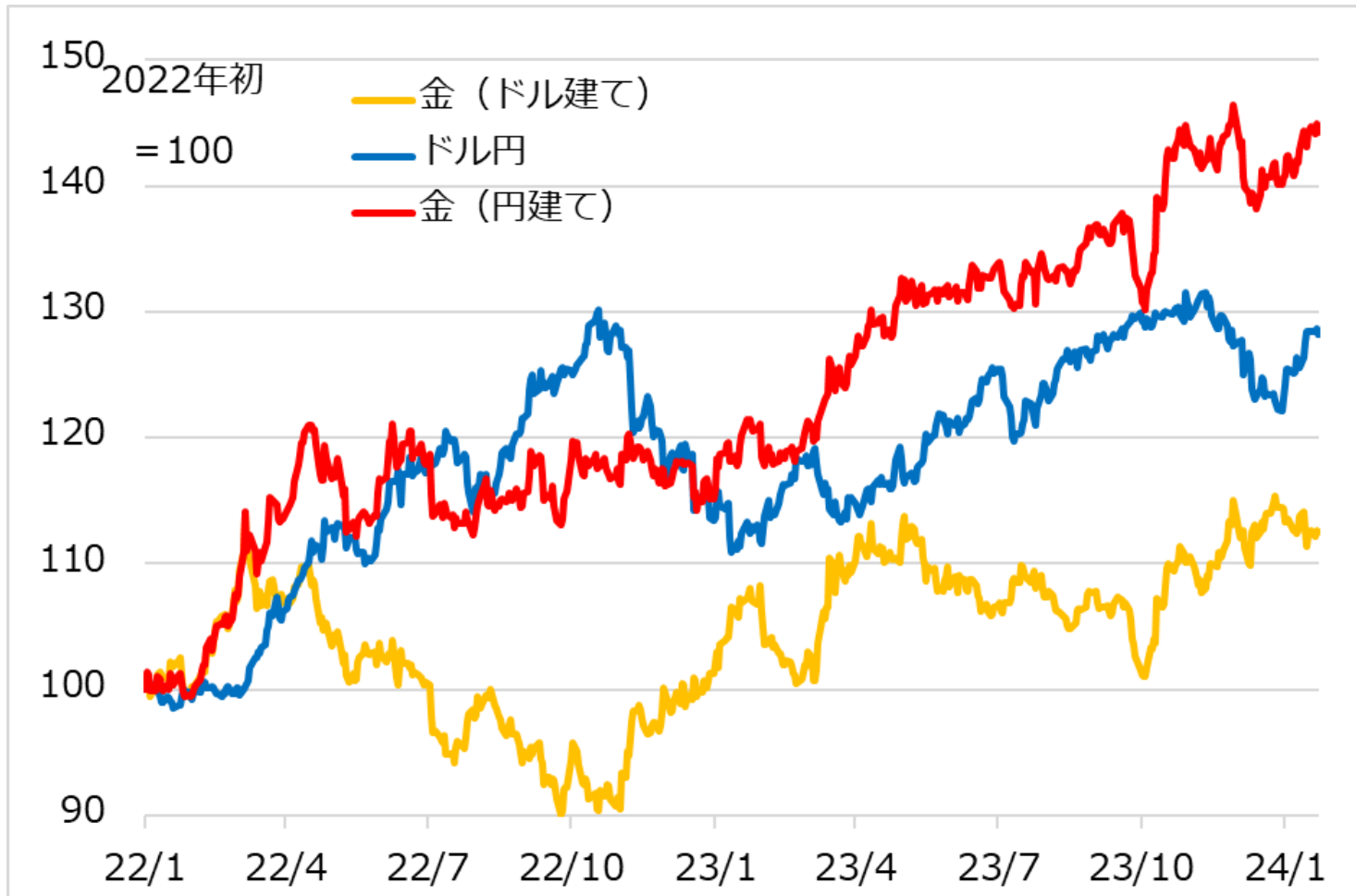
米債券ETF（TLT、債券20年超）



- 米債券投資は「高金利 + 値上がり」狙い ⇒ 米金利低下（債券価格上昇）時はドル円下落 ⇒ 円高限定シナリオ浮上：短期と長期で為替の扱いが違ふ。為替ヘッジのメリット・デメリット一考

投資 (8) 金

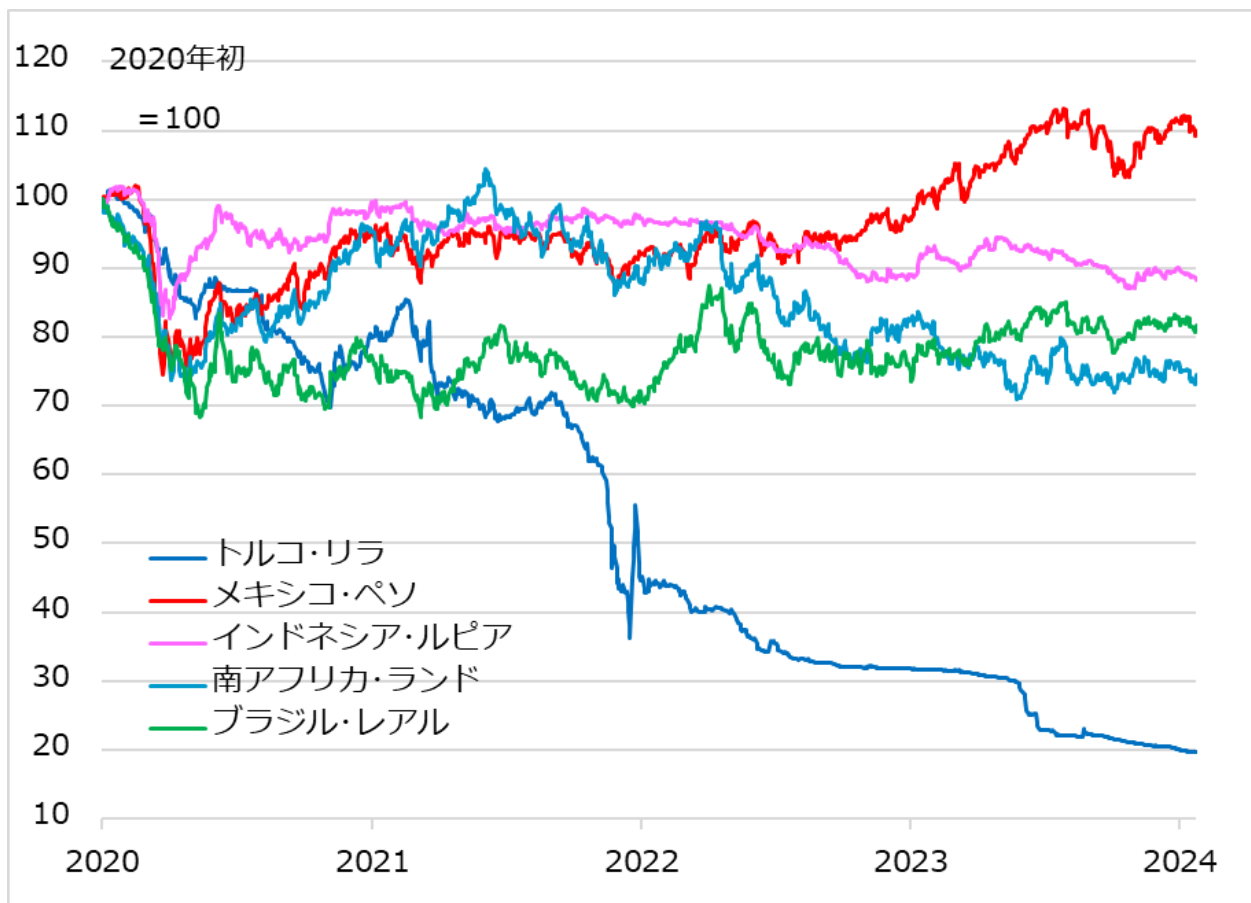
金のドル建てと円建ての評価



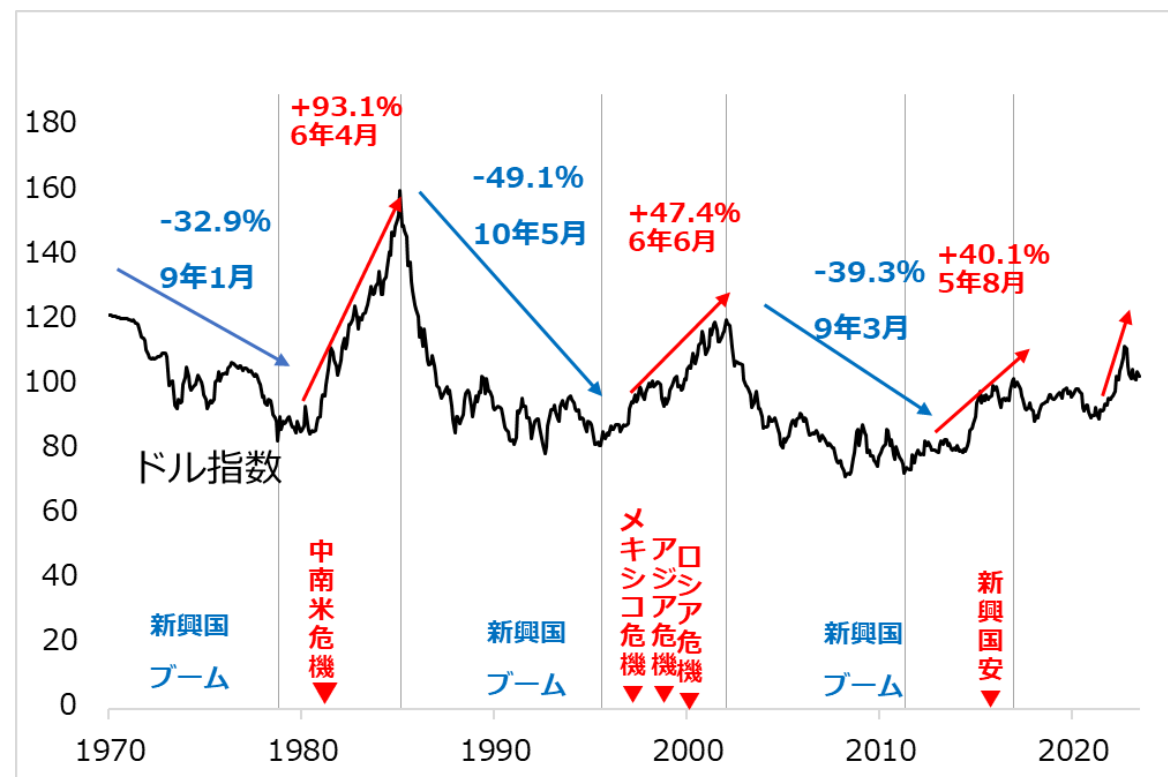
- 分散投資の資産として妙味
 - 金価格の上昇要因は
 - ・米金利低下
 - ・ドル安
 - ・**リスクオフ**
- ⇒ **円の上昇リスク判断**
⇒ **金の円建て評価に注意**

投資 (9) 新興国通貨

主要新興国通貨 コロナ禍からの推移



ドル・サイクルと新興国市場

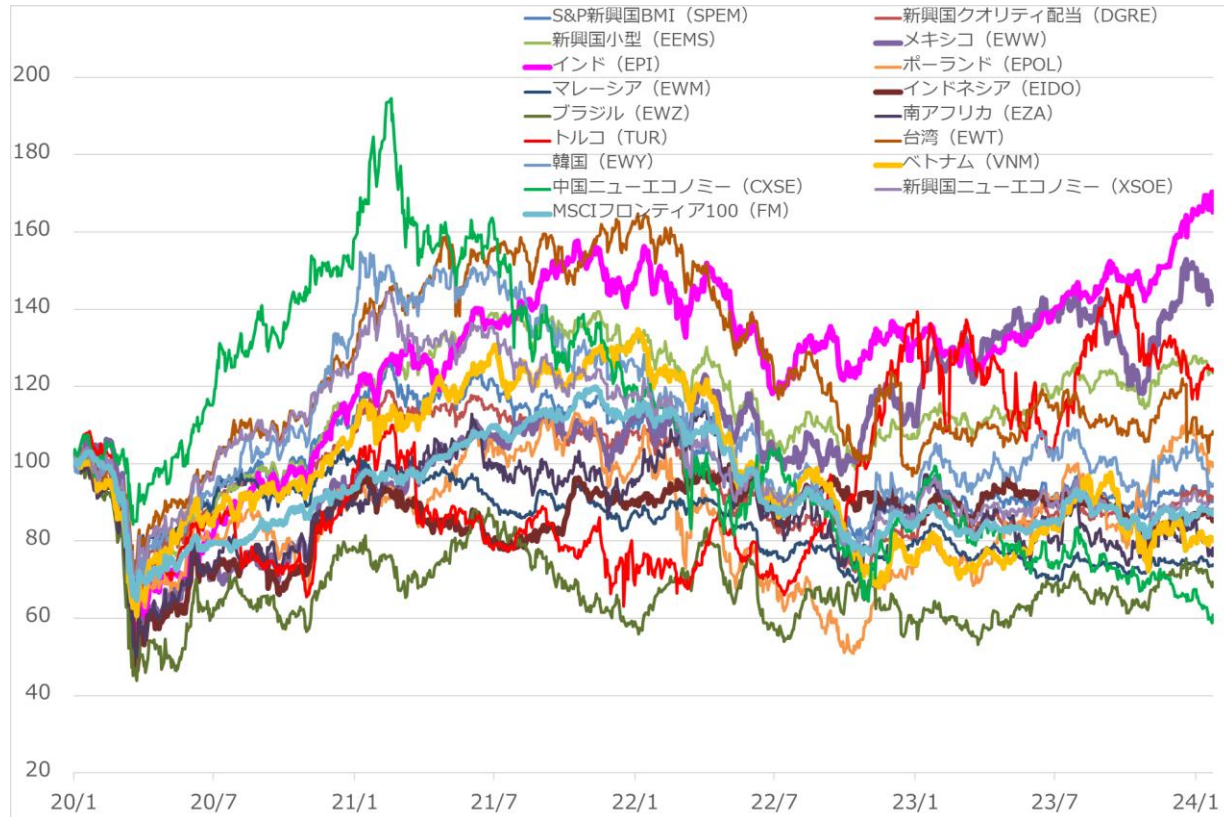


● 新興国通貨：ドル安は新興国の債務負担を軽減する支持要因 ⇒ 世界景況悪化なら脆弱化

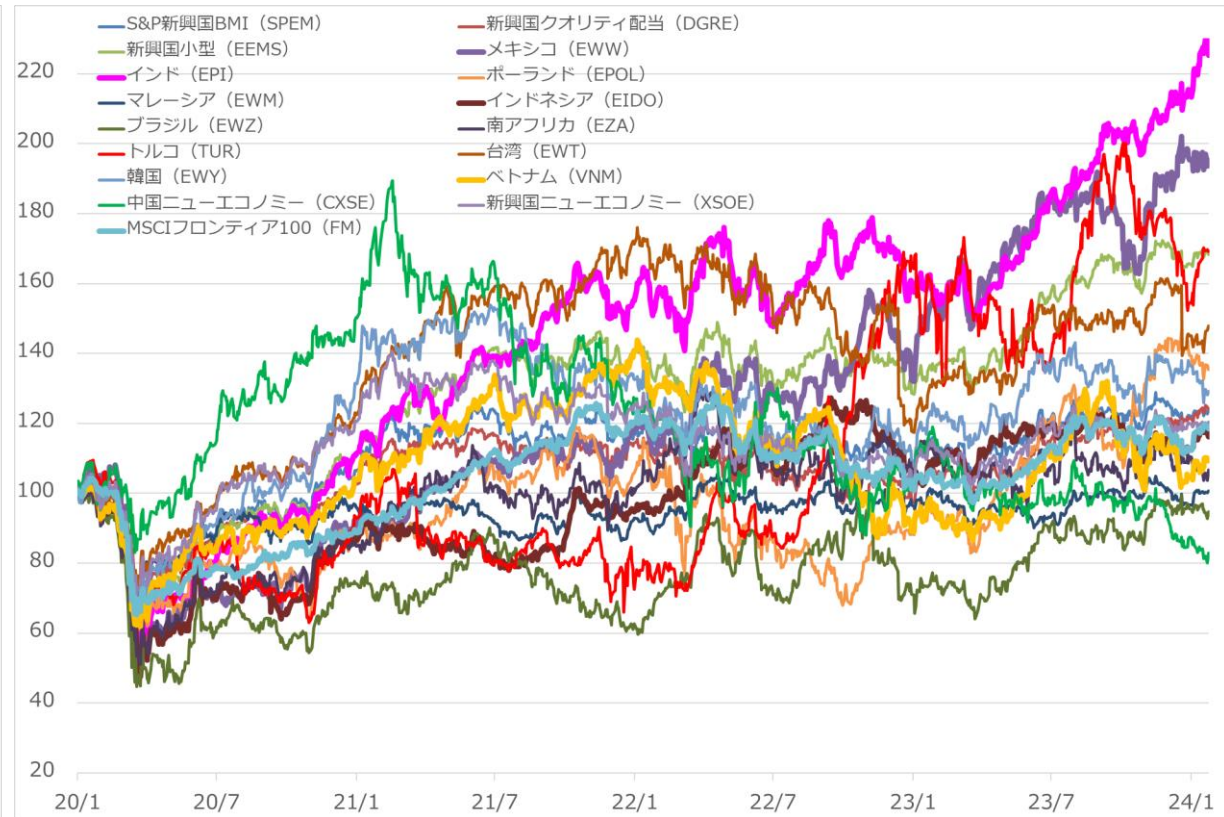
投資（10）新興国株

- **新興国株** 自国通貨建て？**ドル建て**？円建て？
- 2000～2008年の債券投資一辺倒でなく、**株式ETF**が選択可能

新興国株式ETF（ドル建て評価）

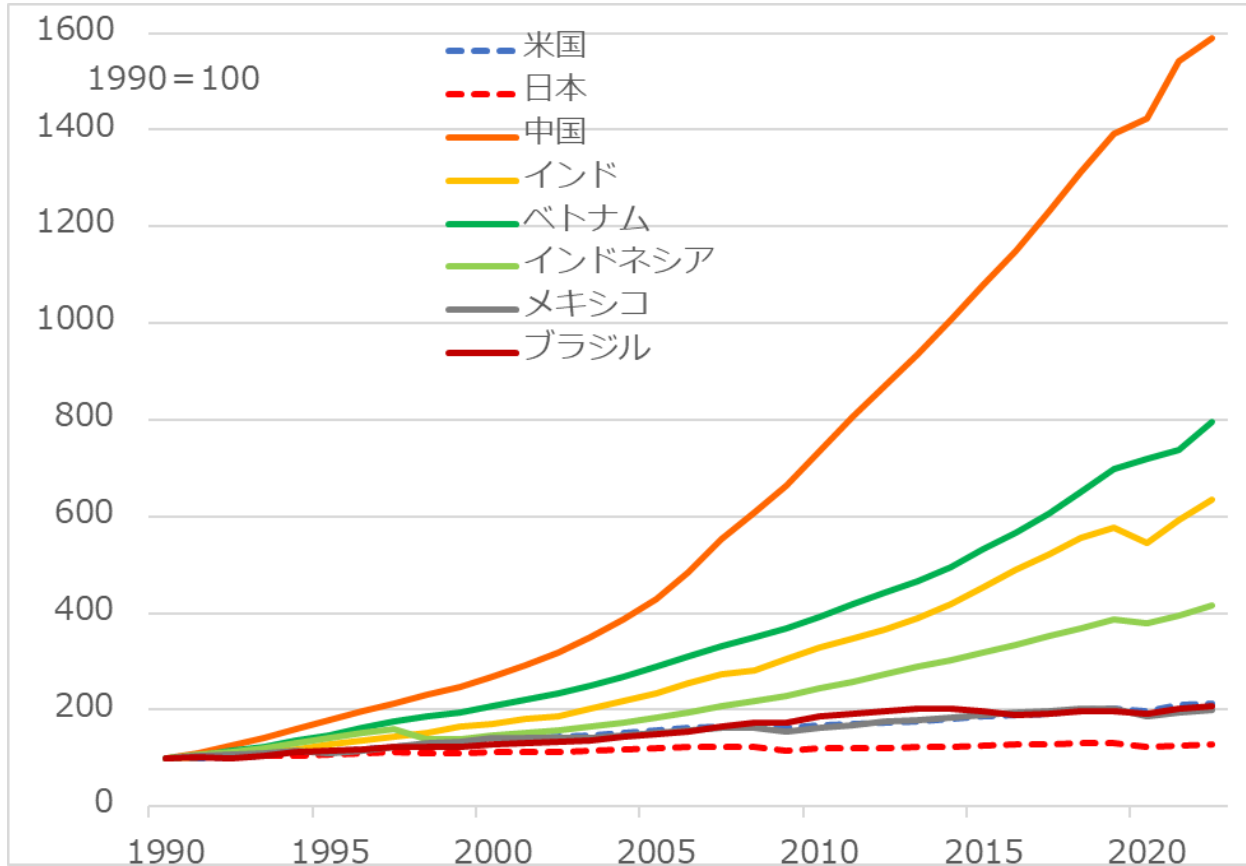


新興国株式ETF（円建て評価）

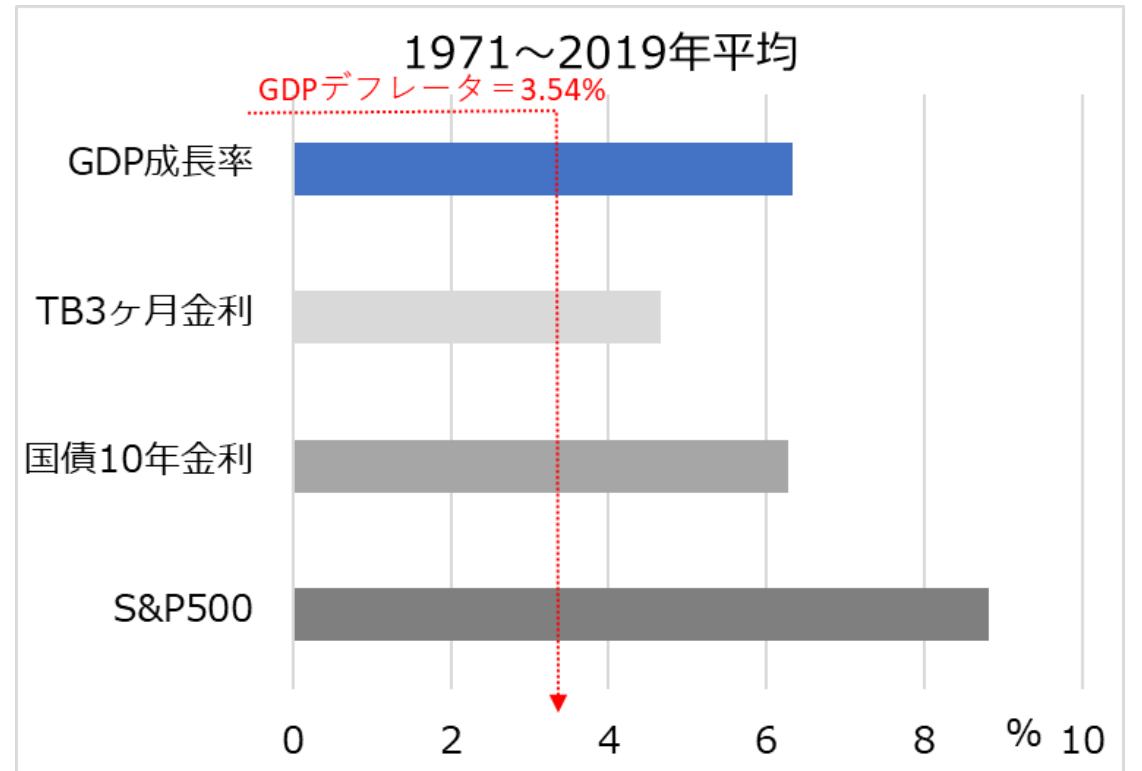


投資（11） 経済成長

主要新興国と米日の実質GDP推移



米国50年のGDP成長率と金融収益率（年平均）



- 新興国の長期投資：期待される**実質**成長率の高さを見て、ドル評価が基本
- 新NISAでオルカンの意義とリスク：「 $r > g$ 」、複利、長期趨勢と資産のリスクを混同しない

まとめ

- 1 ドル円：下落見通し
- 2 円相場の全動因チェック
 - ・円高限定ケース
 - ・円高進行リスク
- 3 円相場を軸に見る2024年の投資に妙味
 - ・米日株トレンド
 - ・米債イールド
 - ・金・新興国

田中泰輔プロフィール

株式会社田中泰輔リサーチ代表 米欧日メガ金融機関9社* にて35年、トレーダーからマクロ・ストラテジストを歴任
内外主要アナリスト調査で20年以上トップ・ランカー、日経ヴェリタス金利・為替部門5年連続1位
著書「逃げて勝つ 投資の鉄則」「相場は知的格闘技である」「マーケットはなぜ間違えるのか」など
楽天証券経済研究所グローバルマクロ・アドバイザー、ピクテ・ジャパン客員フェローなど
投資の教育プログラム・情報発信で複数企業と提携
投資助言業 関東財務局長（金商）第3367号、一般社団法人 日本投資顧問業協会会員
1983年 慶応義塾大学（経済）卒 日本金融学会会員

発信中

- ・ダイヤモンド・オンライン「マーケットフォーカス」（毎月）
- ・日経ヴェリタス「田中泰輔の通貨儀礼」（隔月）
- ・楽天証券情報サイトのトウシル「マネーは語る」（レポート：隔週、動画：毎週）
- ・ピクテ・ジャパン「Pictet Market Flash」（毎週）
- ・IncomeUp 田中泰輔マーケットゼミ（レポート）、YouTube など
- ・田中泰輔リサーチ HP <https://www.tt-research.com> X @tanaka_taisuke



* 日本長期信用銀行、バークレイズ銀行、ABNアムロ銀行、クレディスイス銀行、クレディスイスファーストボストン銀行/証券、モルガン・スタンレー証券、リーマン・ブラザーズ証券、野村証券、ドイツ証券

ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。

また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいようをお願いいたします。

外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。

また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。

スプレッドは通貨ペアごとに異なります。

証拠金について

〔楽天FX口座〕レバレッジコースに応じて取引金額の4%～100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4口座〕想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。

「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

スプレッドについて【（例外あり）について】

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方向に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。

また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分～7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

店頭CFD取引にかかるリスクと費用等について

CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。

また、CFD取引は差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため大きな損失が発生する可能性があり、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

証拠金について

株価指数CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して10%以上、商品CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して5%以上の証拠金が必要となります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロピアンタイプのオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。

また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会