

KAMIYAMA Reports vol. 77

有事への市場の反応と投資行動

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 可能性は極めて低いですが、日本が有事に巻き込まれるシナリオを考察してみる
- 2つのシナリオ: 日本が巻き込まれなければ円高、巻き込まれれば円安
- 投資資金が欧州などに逃避する可能性と、リスク資産への投資機会

可能性は極めて低いですが、日本が有事に巻き込まれるシナリオを考察してみる

北朝鮮の行動に絡んで、日本が有事に巻き込まれる可能性は「非常に非常に低い」から、「非常に低い」にトーンが変わったのではないだろうか。とはいえ、①米国が先制攻撃、②中国が先制介入、③北朝鮮が大規模な核・長距離ミサイル実験、といった行動が、朝鮮半島の地政学リスクを大きく高める可能性はある。

①の場合、米国が周到に準備をした上で攻撃を敢行すれば、日本などの周辺国に対する反撃は最小限に抑えられ、朝鮮戦争休戦が解除されてその処理が難しくなる可能性も極めて低くなるだろう。②の場合は、中国の早期対応と現在の北朝鮮の体制に穏便な変更があれば、紛争の影響は①よりも小さく、ポジティブとなる(半島の統一の観点からは長引く可能性はある)が、現時点の可能性は低いとみる。可能性は「極めて低い」と思うが、3つの中でリスクが相対的に高いケースが③である。核実験まで行なった北朝鮮が、米国から見てレッドラインを超える行動であるならば、在韓・在日の米軍に被害が及ぶ恐れや、米国本土に直接攻撃する可能性も考えられよう。

日本経済へは、紛争の有無に係わらず、日本と中国をまたぐ地域の空路や海上が封鎖されれば、影響があるだろう。中国で日本の機械と部品を使って電気機器を製造している日本企業が、3ヵ月程度の生産停止となった場合、利益へのインパクトを避けられないだろう。もちろん、在日米軍への攻撃があれば、国内生産にも影響がでる。問題は、生産停止がどの程度の期間になるかであり、長期なのか、短期なのか、が経済へのインパクトの分水嶺となる。

また、原油価格や天然資源価格は、上昇する可能性がある。通常、生産活動の低迷は資源の需要減で価格低下となるが、入手経路や運搬への懸念が高まれば、価格上昇につながる。また、米国が戦費拡大で減税政策の決定が遅延することで景気回復に水を差す恐れが高まり、米ドル安が米ドル建て商品価格の上昇をもたらすこともあり得る。

2つのシナリオ: 日本が巻き込まれなければ円高、巻き込まれれば円安

有事の際に、「円が安全資産」といわれて円高になることもあるが、日本が巻き込まれるシナリオでは異なる。

シナリオ A 日本が巻き込まれない

	株式	債券(価格)	通貨	金・原油(注)
日本	↓	↑	↑	→
米国	↓	↑	↓	↑
欧州	↓	↑	↓	↑
アジア	↓	↑	↓	↑

シナリオ B 日本が巻き込まれる

	株式	債券(価格)	通貨	金・原油(注)
日本	↓	↓	↓	↑
米国	↓	↑	↑	→
欧州	↓	↑	↑	→
アジア	↓	↓	↓	↑

※上表のシナリオは筆者の見解であり、必ずしもこのようになるとは限りません。

注) 各国・地域の通貨建ての価格変化

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

事象発生後 3 ヶ月程度のシナリオを想定してみる。日本が巻き込まれないシナリオ A では、総じて株式は低迷、債券価格は上昇(金利低下)し、円は独歩高、金や原油は米ドル建てで上昇するが円建てでは横ばいとみる。このシナリオは、不確実性が増すことで世界経済の成長率低下を引き起こすが、紛争の直接的な影響(3 ヶ月間生産停止など)は起こらない想定だ。世界経済の成長減速は、いわゆる安全資産(デフレで金利下げ余地が小さいという観点)として円高をもたらすだろう。このことは、4 月中旬に地政学リスクが高まった際、米ドル金利低下と円高で示された。実は、このシナリオ、日本の通貨ひいては日本政府への信任の厚さである、と捉えることもできる。

一方、日本が巻き込まれるシナリオ B では、株式などはリスクオフとなり、債券についても日本やアジアの信用リスクが高まり、価格は下落(利回り上昇)する想定だ。これは、市場で、現時点では想定されていない最悪シナリオといえる。在日米軍などを狙うミサイルで被害が出る恐れが高まるだけでも、日本の生産は低下する可能性がある。ただでさえ、多くの日本企業が中国を生産拠点としているので、空路や海上の封鎖が起きただけでも生産に大きな支障が出るだろう。大規模拠点で 3 ヶ月程度の生産停止が起きれば、企業の利益予想を下振れさせる要因となり、GDP にも影響がでる。また、日本政府の対応が後手に回った場合、国債利回りの急上昇と円の暴落が同時に起こり、このことが国債の再調達コストを引き上げ、財政を圧迫することも考えられる。さらに、国債や日銀券・貨幣への信頼が揺らげば、ハイパーインフレも考えられる。だが、このシナリオの実現性は極めて低い。それでも、投資家は思考実験をするべきタイミングにあると感じている。

投資資金が欧州などに逃避する可能性と、リスク資産への投資機会

朝鮮半島で、いかなる有事であれ起こる可能性は非常に低いことを繰り返して述べておきたい。その上で、起きてしまったとしても、日本が巻き込まれないシナリオ A がある。極めて低い確率だが、日本が巻き込まれるシナリオ B では、日本への金融市場の見方が変わる恐れから、株式も債券も円も安くなるだろう。そうであっても、有事は永遠に続くとは考えられないので、ある程度の期間で終息するはずだ。ただし、一時的に日本の投資家は厳しい状況に置かれる可能性はある。この時のシナリオは、米ドル建て債券や金への投資が、短期的なリスク回避の方法になりそうだ。しかし、有事であっても日本への信任の厚さが続く場合は円高となり、必ずしも金などへの投資が良いリスク回避の方法になるとはいえないし、外国債券が値上がりしても円高で相殺されてしまいやすい。実は、シナリオ B よりも A のほうが投資家としての対応は難しいのかもしれない。円高になるシナリオ A の場合は、ユーロがアジアでの地政学リスクから遠い場所にあるという観点から、相対的に米ドルよりも悪くないかもしれない。いずれにせよ、リスク資産の価値を維持することが難しい時期となろう。

繰り返しになるが、有事のシナリオはどちらも確率は低く、起きても長くは続かないことを強調しておきたい。リスクへの対応とは、事前にさまざまなシナリオを想定し、シナリオ毎に自分がどのような行動をすればよいのかを準備しておくことである。もしも、現実には有事が起きた時には、想定していたシナリオのどれにあてはまるのか、混乱はどの程度の期間で収束するのかを見極めることができれば、逆に、リスク資産への投資機会に変わることになる。

ともあれ、世界経済は米国の雇用回復や賃金上昇の加速、消費の拡大を核として改善しており、米国の利上げが示しているように、リーマン・ショックから正常化に向かい始めている。トランプ政権の減税政策などへの期待も消えていない。一方で、米中首脳会談後の大統領インタビューで、中国を為替操作国に認定しないと発言したように、保護主義的な政策は後退しないまでも、悪化の兆しは見受けられない。政策を進めるスピードが多少遅くなっているが、成長志向の方向性には変わりなく、現時点で保護主義の台頭が抑制されていることから、米国の景気回復が世界に伝播する道筋にも陰りは見えていない。このような時こそ、リスクに備えつつ、適切にリスクを維持しておきたいところだ。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official