

今般、被災された皆さまに心よりお見舞い申し上げますとともに、救助や復旧に当っておられる皆様に心から感謝し、一刻も早く復旧されますよう深くお祈り申し上げます。

税理士FPメルマガ通信

第122号

平成23年 4月 15日発行

編集: 税理士FP実務研究会事務局

税理士FP実務研究会事務局

東京都新宿区西新宿 1-6-1 新宿エルク-29階

インフレ転換か？それともデフレ継続か？



■ インフレリスク or デフレリスク ~どちらに重点を置くか~

市況との関連で運用を考えると最も重要なことは、目的の期間に対してインフレリスクに備えるのか、デフレリスクに備えるのか、どちらに重点を置くかということが挙げられます。インフレ対応とデフレ対応では全く逆の戦略になるからです。そこで注意すべきは、ソブリンリスク(国債デフォルトリスク)、一次産品上昇リスクなど、証券業界などセルサイド(金融商品を売る立場側)のアナリストなどが発する情報の多くはインフレ対応にバイアスがかかっていることです。これに対して昨今の円高はデフレと密接にリンクしているので円建てベースで考えることが重要です。海外ではインフレリスクが懸念されているのに対して日本ではデフレリスクが懸念されているということが起こり得るからです。下記の表はリーマンショック前の東証 TOPIX が概ね天井を打った 2007 年 7 月 27 日を起点として 2011 年 1 月までに各市場が何%変化したかを示した表です。

世界の市場(2007/7/27 ~ 2011/1/7)

	現地通貨建て収益率(%)		円建て収益率(%)	
	株式	債券	株式	債券
日本	-46.2	9.9	-46.2	9.9
米国	-12.8	23.2	-39.0	-15.6
欧州	-25.2	19.3	-50.4	-23.7
新興国	5.7	36.3	-26.0	-6.5

日本株式: TOPIX 米国株式: S&P500 欧州株式: MSCI 欧州株式
新興国株式: MSCI エマージング株式
日本債券: 野村 BPI 米国国債: シティグループ米国国債
欧州国債: シティグループ欧州世界国債
新興国債券: JPM EMBI GLOBAL DIVERSIFIED

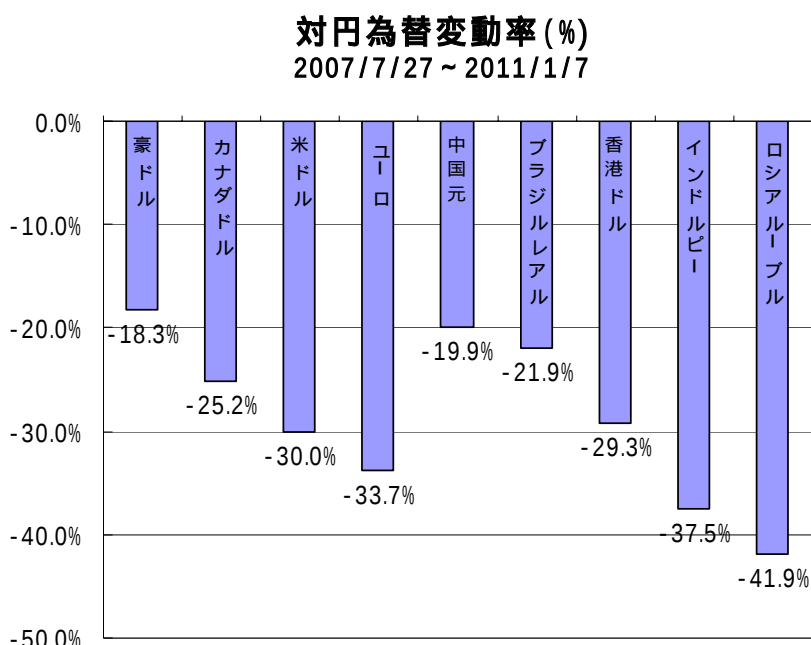
現地通貨建てベースでみた場合、**株式と債券は見事に逆相関の関係**があることがわかります。ところが円建てベースで見ると、国内債券を除くどの資産クラスでもマイナスの収益率になってしまっています。これは各市場、特に債券市場において為替の寄与度が大きいことに起因しているのです。本来、リスク分散やリスクヘッジという概念では逆方向に動くものどうしを組み合わせる必要がある(相関係数が負であること)ということです。デフレ対応の金融商品と言えば、現金(キャッシュ)は

もとより、国内の利付国債(固定利率商品)です。デフレ下にもかかわらず、インフレ対応の海外の株や債券どうしを組み合わせた単純な世界分散投資はリスク低減効果につながらないことがわかります。インフレ対応とデフレ対応のウエイトバランスをどうするかということの本質は円高継続に対処しようというのか、それとも円安リスクに備えようとしているのかということに直結しているのです。

■ 実務家として為替リスクにどう立ち向かうか？

そこで、まず日本の金融マーケット環境をあらためて再確認しておきますと、現在、日本はデフレ下にあります。デフレであることを知るには為替レートの推移を知ることが最も近道です。デフレをもたらしているのは円独歩高にあると言っても過言ではないからです。理論的な説明は(岩田規久男 “デフレと超円高” 講談社現代新書、2011年)を参考にして頂くとして、過去の為替の推移はどうだったのでしょうか？

下図は国内の株式市場が概ね天井を打った2007年7月27日を基準に今日(2011年1月7日)までに対円為替レートがどの程度変化したかを示したものです。



先進国、新興国はもとより資源国通貨である豪ドルに対しても18.3%の円高と、円独歩高で推移してきました。

為替の基本は2国間の相対的な予想実質金利差(金利差 - 予想インフレ率の差)で決まると言われています。予想実質金利が相対的に高い国の通貨は強く(高く)なります。2国間の予想実質金利の関係において、金利差については中央銀行の発表する政策金利から定量的に読み取れる一方、予想インフレ率は資本市場参加者が予想するインフレコンセンサスです。予想インフレ率は定量的に10年国債と物価連動債の金利差で決まるとされますが、データは為替市場と同時進行で変化しますので、投資判断をする時点で将来の為替の予測が客観的にできるわけではありません。あくまで資本市場参加者の思惑によるコンセンサスとしての結果です。

3月11日に発生した東北関東巨大地震の影響ということで、週明けは日経平均で先週末に比べ633.94円安の9,620.49円と暴落したのに対し、ドル/円は先週末に比べ0.93円の円高(81.85-86円/ドル)と強くなりました。すべては資本市場参加者が日本に対してよりデフレに陥ると予想したコンセンサスの結果と解釈できますが、やはり、あくまで結果です。事前には日

本経済の危機的状況に陥るリスク回避の円売りを予測しても不思議ではありませんでした。アナリスト諸説では日本での過去経験則(1995年1月に発生した阪神淡路大震災後の同年4月には今でも記憶に新しい79.75円/ドルの円最高値をつけました)では、災害後は円の資金需要増から円高になったとコメントしていますが、あくまで後付け解釈です。その後、ドル円は3月17日に76.25円/ドルをつけて過去最高値79.75円/ドルを16年ぶりに更新しています。

従って、為替リスクに対して個々の投資家がどう向き合うかはインフレヘッジを目的としているのか、デフレヘッジを目的としているのか次第であり、インフレヘッジならば**円安対応型**の資産運用、デフレヘッジならば**円高対応型**の資産運用を考えなくてはなりません。

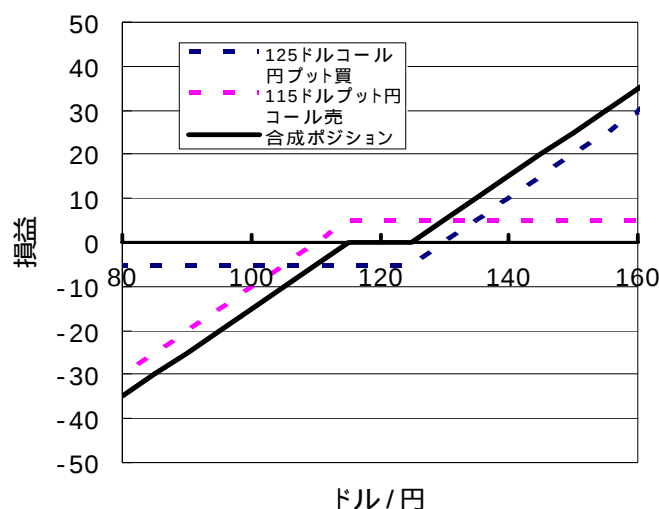
■ 実為替デリバティブ利用はヘッジの範囲に留めるべき

昨年末から問題視されるようになった**中小企業の為替デリバティブによる損失問題**。金融庁によるとデリバティブ損失を抱えた中小企業約19,000社のうち、2月までにあっせんを申し立てた企業が120社を超え、前年同期比で3.3倍を超えました。(2011年3月5日時点)

企業が為替デリバティブを活用するのはヘッジ目的が主と言われています。たとえば輸入業者ならば、将来円安と資源高で円建て仕入れコストが高くなることを避けるために、ドルコール円プット(ドル買い円売り)の通貨オプションの買い(ロング)ポジションを取ることで、想定する運用期間後に円安ドル高になった場合、契約当初の為替レートで決済できる権利を得ることができます。ただし、その権利を得るためにはプレミアムという支払いコストが発生します。**一定のコストをかけて、将来輸入すべき金額分だけ為替ヘッジするだけなら何の問題もない**はずですが、円安になったら権利行使すれば良いわけですし、円高になったら権利を放棄し、実際に円高を享受して安く仕入れることができるからです。

これに対し、問題視されている取引は**支払コストと同額のオプションプレミアムを受け取り、差し引き支払いコスト0の状態にするいわゆるゼロコストオプション**、もしくはそれ以上のプレミアムを逆にもらう**リスク無限大のポジション**を取り、円高方向に対しては**無限大のリスクを負っているような投機的ポジション**です。下図参照(125円/ドルコール円プットのロングポジションと115円/ドルプット円コールのショートポジションの合成ポジションを作ることにより取引直後にはプレミアムが差し引き0になる)

オプション損益図



受け取りプレミアム超過ポジションの場合にはオーバーヘッジの状態であり、円安方向に賭けた投機的ポジションを取っていることになります。2004～2005 年頃、輸入業者が円安による為替リスクのヘッジ手段として主に銀行を通じて購入していたとすると、2008 年以降の急激な円高外貨安で、含み損を抱えた中小企業の経営を左右するほどの損失に見舞われているものと推察できます。勿論、円安に推移していればヘッジ機能が果たしていたところか、大幅な利益になっていたはずで、投機的ポジションとはそういうことです。

金融商品取引法では不招請の勧誘(望まない顧客に勧誘行為をおこなってはいけない)は禁止されていますが、貿易業者など当業者の場合は例外規定として勧誘が認められているため、営業者にとっては顧客に対して電話や訪問などによる勧誘の余地があるわけです。ところが、その内実は輸入業者といえども複雑な金融デリバティブ取引のしくみについては素人だというのが実態だったというわけです。

加えて税務処理上の観点からは、デリバティブを活用することにメリットがあるかと言えば、**デリバティブ取引も時価評価とされ、ヘッジ対象となる現物資産と損益通算処理できることはメリットでもデメリットでもなく、ヘッジをかけた時点ではフラットだと言えるでしょう。**決済を先送りしているだけに過ぎないからです。事業としてではなく、個人としてのデリバティブ活用の必要性は？と言いますと、ヘッジを外すタイミングを逸すると逆に不利となるということは、コストをかけることによってタイミングによっては損失と利益のどちらにも転ぶ可能性があり、ヘッジをかけずに単に一部売却するのに比べて余計なヘッジコストをかける分だけリスクを拡大しているに過ぎないと解釈することができます。勿論、確実にもうかるのは売買を仲介する証券業者や仲介業者です。加えて税制上、原市場取引とデリバティブ取引の間では損益通算できないことから、必要性がないどころか結果的にコストアップにつながることになりかねません。**総じて言えることは為替デリバティブの利用はヘッジの範囲に留めるべきでしょう。**

著者プロフィール

株式会社IFAジャパン代表取締役

清水 聡 氏

略歴

1963 年生まれ

1989 年筑波大学大学院理工学研究科修了

1989 年から 13 年間大手メーカーにて研究開発に従事した後、金融業界に転身。

2002 年投資顧問業者(ヘッジファンド系、すでに廃業)で国際金融市場のストラテジスト、
為替の IB(イントロデュースングブローカー)を経験。

2005 年 IFA ジャパンを開設し、FP 事業開始。

2011 年 3 月現在、週 2 回、大手企業グループ会員様向け生活よろず相談で FP 担当。

保有資格

CFP、1 級 FP 技能士(資産設計提案業務)、1 級 DC プランナー、証券外務員 1 種

生命保険協会認定ライフコンサルタント

今後のメルマガをより良い物とするために下記のページより皆様のお声をお聞かせ下さい。

<http://www.nichizei.com/fp-enquete.html>

メルマガ執筆者募集のお知らせ

税理士FP 実務研究会事務局では、FP 実務に関する様々なテーマでメルマガの執筆をしていただける方を募集中です。分野・テーマ等は自由です。最近の相談事例や得意分野など、ぜひ寄稿ください。執筆を希望される方は、税理士FP 実務研究会事務局【(株)日税ビジネスサービス 総合企画部】までご連絡ください。TEL 03-3340-4488