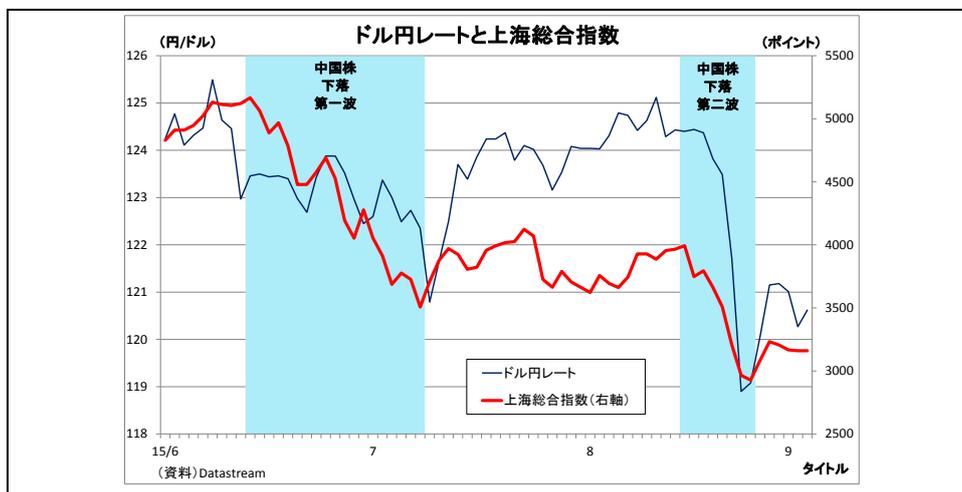


Weekly
エコノミスト・
レター円安シナリオに黄色信号？円高リス
クをどう見るべきか
～金融市場の動き（9月号）

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **（為替）**ドル円レートは、一時116円台にまで円高が進行、足元も119円台に留まっている。今回のショックはドル円のシナリオにどのような影響を与えるのであろうか。まず、当面円安が進みにくくなったものの、今後の円安ドル高シナリオ自体は不変と筆者は考えている。米国が遠からず利上げに向かう可能性が引き続き高いためだ。一方、可能性は低いだが、今後円高が進み、定着するというシナリオがあるとすれば、中国情勢が世界に甚大な悪影響を及ぼし、米利上げが見通せなくなるときだ。この際のドル円への影響を米2年債利回りをもとに試算すると、利上げがほぼ織り込まれていないレベルまで同利回りが低下した場合でも、ドル円レートの下落幅は6.8円に留まる。現実問題としても、円高が定着しそうになれば、日銀の追加緩和観測が高まることで円の上昇は抑えられるはず。従って、米国がQE4に向かうようなことがない限り、110円を超えるような円高が定着する可能性は低いだろう。ただし、一時的に大きく円高に振れるリスクは従来よりも高まっており、しばらく続くだろう。根本にある中国経済の下げ止まりが当面期待しづらいためだ。また、最近では高速取引によって市場の変動が増幅しやすいだけに、定着こそしないものの、24日の円急伸劇のような事態が再び起こる可能性はある。
2. **（日銀金融政策）**日銀は8月の決定会合で金融政策を維持した。総裁は中国や生産といった懸念材料を一蹴する一方、物価目標達成に関しては若干前後する可能性に言及した。
3. **（市場の動きと予想）**8月は中国不安を受けて、ドルに対して円とユーロが急伸。長期金利はやや低下した。しばらくは市場のリスク回避姿勢が残ることから、ドルに対する円安・ユーロ安は進みにくいと見ている。長期金利も低位で推移すると予想。

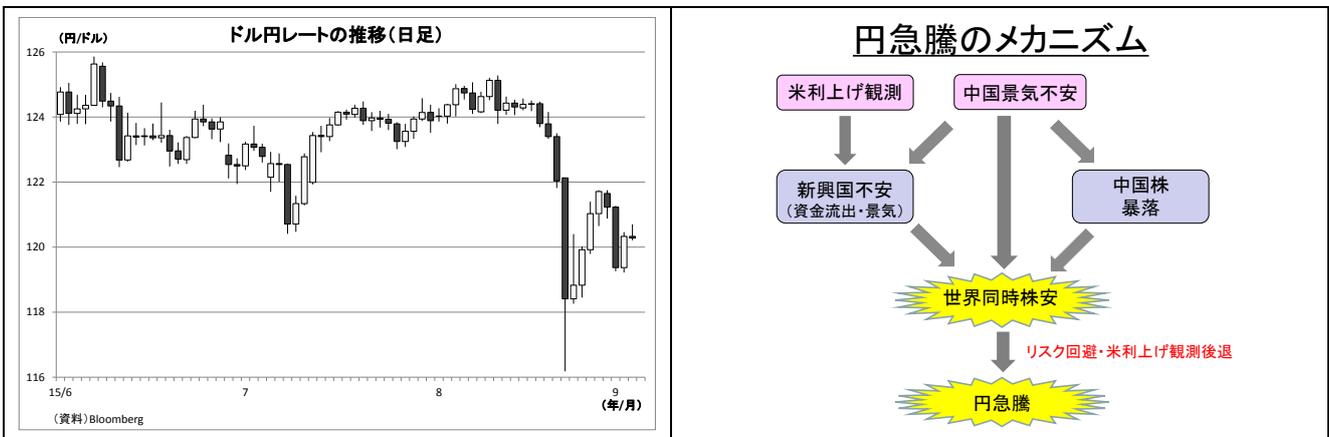


1. 為替：円高リスクをどう見るべきか

為替相場が変調をきたしている。先月半ばに 124 円台で推移していたドル円レートは、24 日の米市場で一時 116 円台にまで円高が進行。以降はやや戻したものの戻りは鈍く、足元も 119 円台に留まっている。

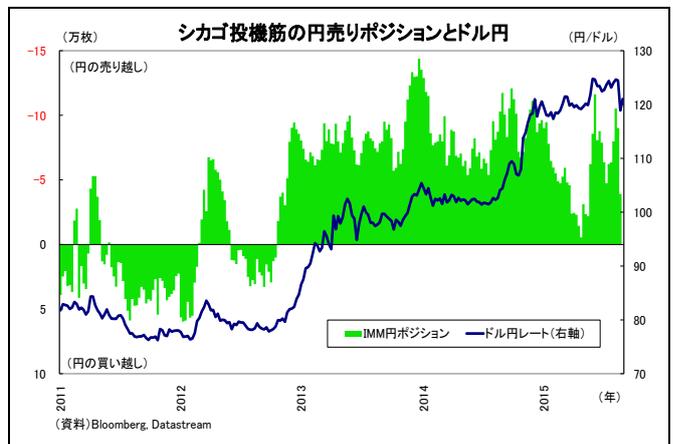
(円急騰のメカニズム)

今回の円高の直接かつ最大の要因は中国不安だ。中国の経済ならびに株価下落に対する不安が高まり、中国株の急落を通じて世界同時株安に波及した。また、伏線として、もともと米国の利上げ観測によって高まっていた新興国不安（具体的には資金流出とその影響による景気への不安）が中国不安によって増幅され、世界株の下落に作用した面もある。



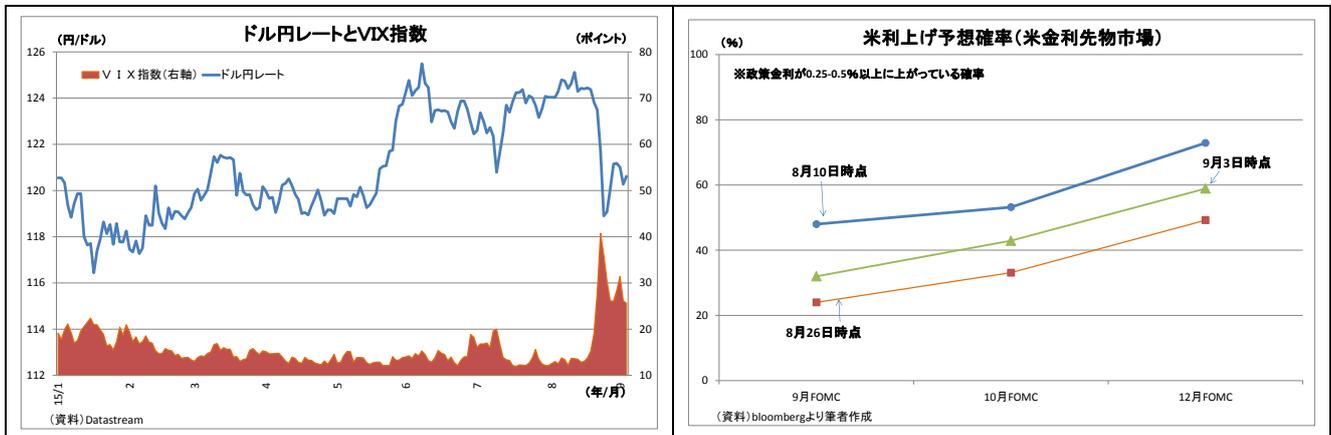
市場のリスク回避姿勢が強まる局面において、従来から（ドルに対して）円は買われる構造にある。俗に言う「リスク回避の円買い」なのだが、その理由を整理すると、以下の通りとなる。

- ① リスク回避に伴う債券選好によって、米国の金利が低下する一方、日本の金利はもともと極めて低位であるため低下余地が小さく、結果として日米金利差が縮小、ドルに対する円の相対的な魅力が高まってしまう。
- ② 円は円キャリー取引（低金利の円を借りて市場で売り、高金利通貨などを買う取引）などで平時には売りポジションが溜まっているが、リスク回避時にはその取引が解消され、円の買い戻しが発生する。
- ③ これまで、「リスク回避姿勢が強まる局面で円が上昇する」という経験が繰り返されてきたことで、「リスク回避地合いで円を買う」ことが正当化され、条件反射的もしくは意図的に円が買われる。



今回の中国発世界同時株安では、市場のリスク回避度が急激に高まった。米市場の恐怖心理を示すとされる「VIX 指数（恐怖指数）」は、一時 40 を突破し、リーマン・ショックには及ばないものの、2010 年のギリシャ・ショック並みにまで急上昇。その結果、円も急上昇した。

さらに、世界の金融市場が混乱したことで、米国の利上げ観測が後退したことも円高ドル安に働いた。米金利先物市場が織り込む利上げ予想を見ると、8月上旬には9月利上げ観測が5割弱、年内利上げ観測（年内のどこかで利上げが行われる確率）が7割強であったが、市場の緊迫感が最高潮に達した8月下旬にはそれぞれ、2割強、5割弱にまで低下。足元ではやや回復しているが、元の水準までは戻っていない。

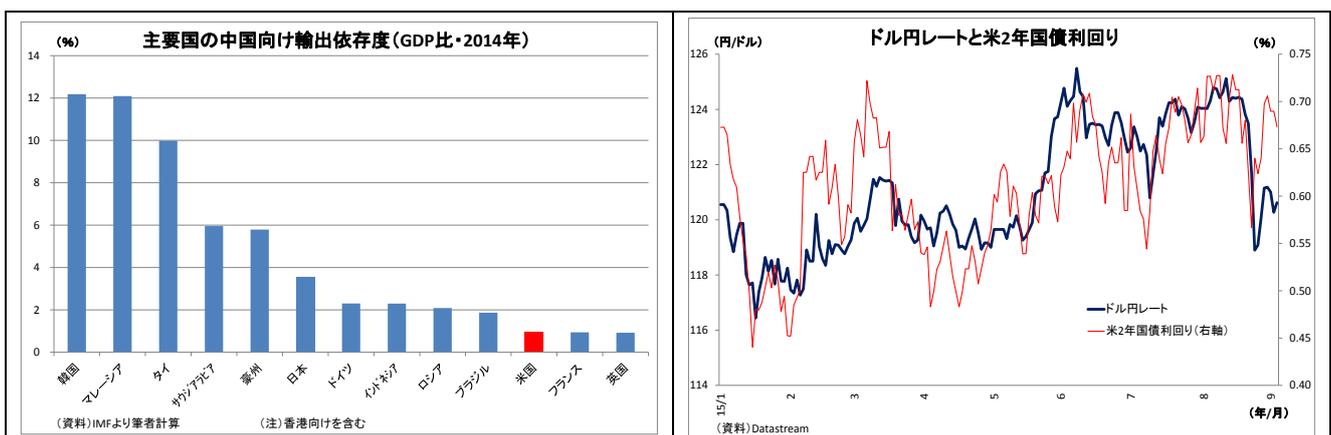


なお、6月下旬から7月上旬にかけても中国の株価が急落し、市場のリスク回避姿勢が高まったことで円が買われたが、120円台までで止まり、その後は中国当局の株価下支えなどで一旦市場が落ち着きを取り戻したことで、124円台までの回復を見せていた（表紙図表参照）。しかし、その後に人民元切り下げ、天津爆発事故、7月の経済統計悪化、8月の景況感悪化といった悪材料が立て続けに出てきたことで、市場の中国経済、政策運営能力に対する不安が前回の株価下落局面よりも増幅され、世界経済への悪影響波及が強く意識された。このことが、8月下旬の円上昇幅が大きく、その後もなかなか回復しない理由と考えられる。

（円安シナリオは不変だが、一時的な円高リスクは高まった）

今回の事象は言わば中国ショックと言えるが、このショックはドル円相場のシナリオにどのような影響を与えるのであろうか。

まず、当面円安が進みにくくなったものの、今後の円安ドル高シナリオ自体は不変だと筆者は考えている。なぜなら米国が遠からず利上げに向かう可能性が引き続き極めて高いためだ。もちろん、米国経済も中国の影響を受けないわけではないが、米国の中国向け輸出がGDPに占める割合は相対的に低い



ため、影響は限られるだろう。利上げが控えている（と信じられている）限り、投資家が積極的に円買いドル売りを仕掛けるのは難しい。米利上げは12月と見ているが、再び利上げ観測が高まるにつれて、緩やかな円安ドル高になるというのがメインシナリオだ。

一方、現時点で可能性は低いですが、仮に今後円高が進み、そのまま定着するというシナリオがあるとするれば、中国情勢が世界に甚大な悪影響を及ぼし、米国の利上げが見通せなくなるときだ。この際は、既に市場で一部織り込まれている利上げ期待が剥落することで円高ドル安となる。

この際のドル円への影響度を、米2年国債利回りをもとに試算してみよう。米2年国債利回りは、これまで利上げを徐々に織り込む形で0.7%付近までじわりと上昇してきた。足元こそショックでやや乖離しているが、もともと、同利回りとドル円レートにはかなりの正の相関（相関係数は1で完全連動を示す）が確認できる（15年の両者の相関係数は0.70）。

そこで、ドル円レートを目的変数、米2年国債利回りを説明変数として単回帰分析を行うと（対象期間は2015年1月1日～9月3日）、以下の式が導かれる。

$$\text{ドル円レート} = 107.31 + 22.52 \times \text{米2年国債利回り} \quad (\text{決定係数 } R^2 = 0.49)$$

つまり、米2年国債利回りが1%低下すると、ドル円レートは22.52円円高ドル安になるという関係性だ。従って、現在0.7%付近にある米2年国債利回りが、利上げがほぼ織り込まれていない時期、例えば米量的緩和第3弾終了時（2014年10月平均）の0.4%程度まで0.3%低下するとした場合でも、ドル円レートの下落幅は6.8円に留まる。

あくまで、米2年国債利回りのみをもとにした荒い試算だが、現実問題としても、円高が定着しそうになれば、日銀の追加緩和観測が高まることで円の上昇は抑えられるはず。従って、仮に米利上げ観測が消滅したとしても、米国が量的緩和第4弾に向かうようなことがない限り、110円を超えるような円高が定着する可能性は低いだろう。

ただし、一時的に大きく円高に振れるリスクは従来よりも高まっており、今後も注意が必要な状況がしばらく続くだろう。市場の混乱の最大の要因である中国不安の解消のためには、根本にある中国経済に下げ止まりの兆しが出るのが重要になるが、当面は期待しづらいためだ。市場の不安が高まりやすいということは、リスク回避の円買いが起りやすいということだ。最近ではアルゴリズム取引（高速取引）によって市場の変動が増幅しやすいだけに、定着こそしないものの、中国経済指標の下振れなどを材料として、24日の円急伸劇のような事態が再び起こる可能性はある。

2. 日銀金融政策(8月)：強気維持だが、目標達成が若干前後する可能性に言及

(日銀) 現状維持

日銀は8月6～7日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した（賛成8反対1）。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。なお、議案に反対した木内委員はこれまで同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復が続いている」と、前回の表現を据え置いた。声明文における景気判断も総じて7月と同様であったが、住宅投資の評価を「持ち直している」と前回の「持ち直しつつある」から上方修正した。

また、景気と物価の先行きについても、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面0%程度で推移する」とし、前回からの変更は無かった。

なお、7日には同時に来年の金融政策決定会合日程が公表された。先般発表されているとおり、来年から会合の回数が8回（現行は14回）となる。

日銀の会合は既に公表されているFRBの会合（FOMC）日程と極めて近い日に設定されており、総裁は会見で否定したが、FOMCの日程を強く意識した設定であることがうかがわれる。さらに、どちらかと言えばFOMCの直後に設定されている月が多いことから、来年に利上げを続けるとみられる米金融政策を受けて、柔軟に対応しやすい日程と言える。

日米欧の金融政策会合日程(2016年)

	FRB	ECB	日銀
1月	26-27日	21日	28-29日
2月			
3月	15-16日	10日	14-15日
4月	26-27日	21日	27-28日
5月			
6月	14-15日	2日	15-16日
7月	26-27日	21日	28-29日
8月			
9月	20-21日	8日	20-21日
10月		20日	31-翌1日
11月	1-2日		
12月	13-14日	8日	19-20

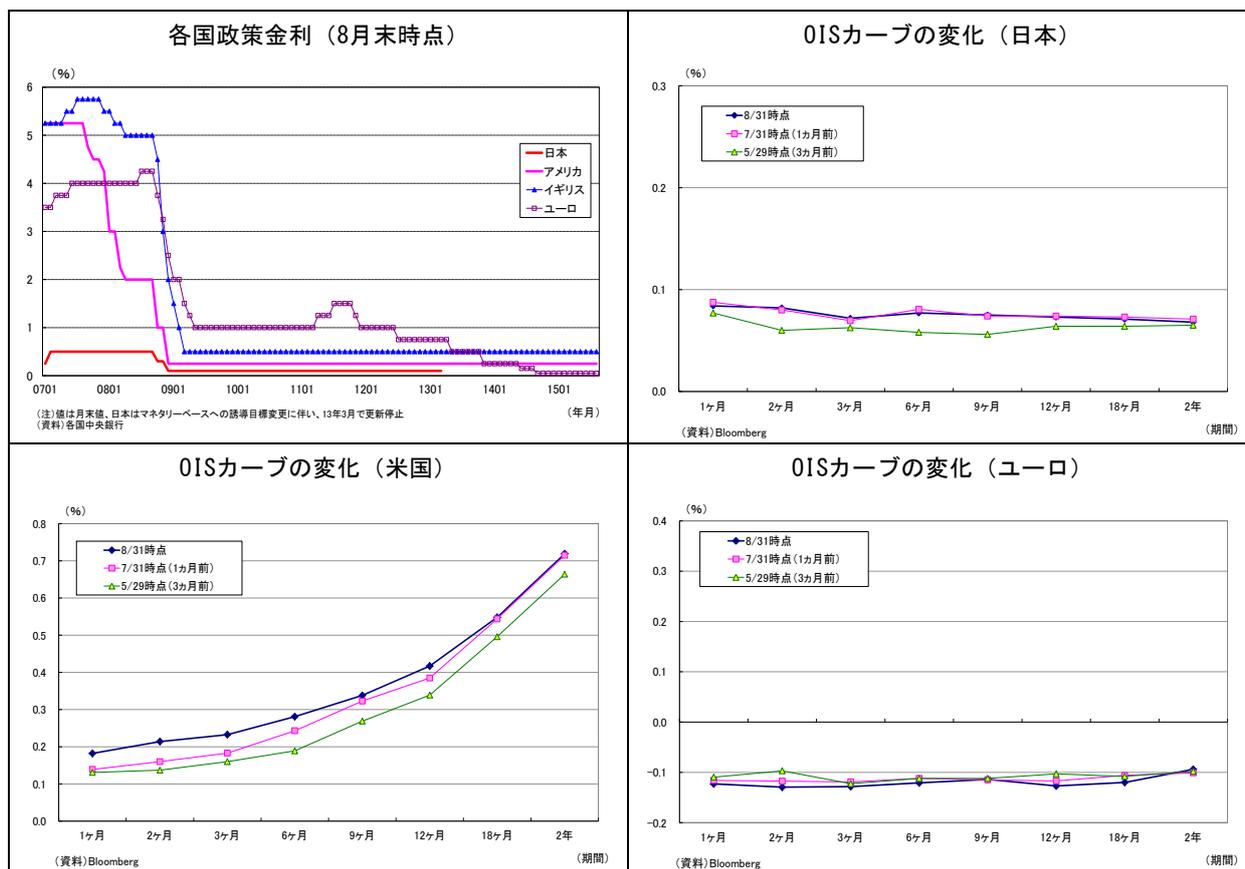
(資料)各中央銀行

会合後の黒田総裁会見では、前回同様、最近の輸出と生産の鈍化について「一時的なものと考えている」とし、今後は海外経済の回復などから、ともに「振れを伴いつつも、緩やかに増加していく」との見通しを示した。中国経済に関しては鈍化を認めつつも、「先進国経済回復の好影響が波及する」と楽観的な見方を示している。停滞感が出ている個人消費に関しても、「天候要因などによって、一部にもたつきが見られた」、「底堅く推移していることには変わりはない」とし、他の懸念材料同様、強気を維持した。

一方、物価目標達成期限については、2016年度前半頃との従来の見方を存置する一方で、原油価格の動向次第では、「若干前後することはあり得る」と曖昧化。最近の原油価格下落を受けた対応とみられる。

なお、黒田総裁は、前回追加緩和を決定した昨年10月末と最近の物価を巡る環境の違いに関して、現在は「物価上昇予想が比較的維持されていること」、「原油価格の下落が限定的であること」、「2年続きのベアが実現し雇用・所得環境が改善、GDPギャップが縮んでいること」の3点を挙げた。逆に言えば、この3点が変調をきたしたとき、追加緩和の可能性が高まると言えそうだ。筆者は今のところ、前月の同レポートで述べたとおり、来年1月の追加緩和を予想している。

その後、中国経済への不安が増幅し、世界同時株安が発生したが、黒田総裁は、26日にNYで行われた講演において、「中国経済は今年・来年は6~7%成長は可能」「市場は過度に悲観的になりすぎている」という趣旨の発言をしたと報じられている。日銀の強気スタンスは揺ぎない。



政策金利¹の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の8月末時点における利回り曲線を見ると、日本とユーロ圏については前月末から殆ど変化なし。利回り曲線もほぼフラットの形状を維持しており、少なくとも2年以内の利上げは織り込まれていない。なお、米国の利回り曲線は、6ヶ月までの短期ゾーンにおいて上方シフトがみられる。9月の利上げ観測が大きく高まったというよりは、もともと多少なりとも利上げが織り込まれていた9月が接近したことによって、短期ゾーンが押し上げられた形。長期ゾーンの水準感には大きな動きはない。

3. 金融市場（8月）の動きと当面の予想

（10年国債利回り）

8月の動き 月初0.4%台前半からスタートし、月末は0.3%台後半に。

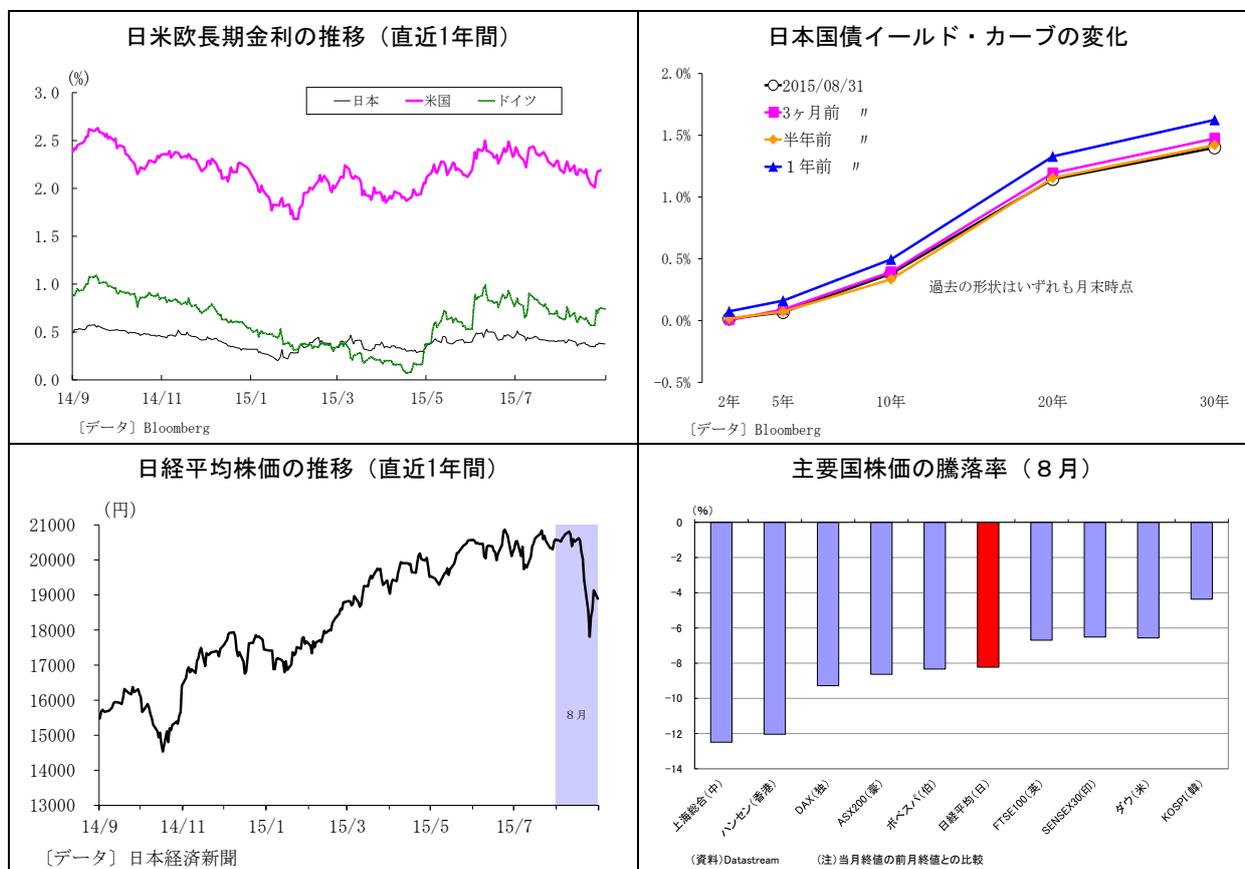
月の月上旬は0.4%付近での膠着した推移が続いたが、12日には人民元切り下げを受けて中国不安が高まり、0.3%台半ばへ水準を切り下げる。その後はやや持ち直しの動きを見せ、17日には0.4%に迫ったが、その後は世界的なリスクオフの流れや米利上げ観測の後退に伴う米金利低下を受けて低下基調となり、20日には0.3%台半ばへ。その後は株安を受けての債券益出し懸念からやや上昇したが、月末にかけて0.3%台後半での推移が継続。

当面の予想

今月に入り、原油価格上昇などから若干上昇したが、足元は再び0.3%台後半にある。今後もしばらくは、中国不安や米利上げに対する不透明感から株価が不安定になりやすく、安全資産としての債券選

¹ 日銀は2013年4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

好が強いつながり続くだろう。原油価格も需給の緩みに大きな変化はないため、持続的に上昇していく可能性は低い。従って、長期金利は低位で推移しそうだ。ただし、市場が9月の利上げを急速に織り込みに行く場合や実際に9月に利上げが実施された場合は、米金利上昇が波及する形で、やや水準を切り上げることになるだろう。



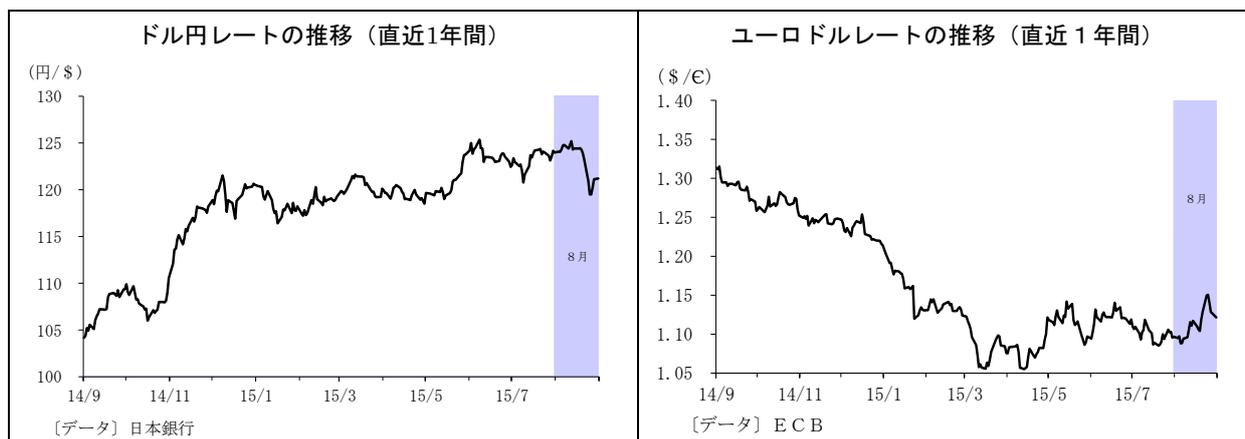
(ドル円レート)

8月の動き 月初124円台前半からスタートし、月末は121円台前半に。

月初、124円台前半で推移した後、好調な米経済指標を受けた9月利上げ観測の高まりで、6日に124円台後半へ上昇。その後、概ね良好な米雇用統計結果を受けた米株安で一旦124円台半ばまで円が買われたが、12日には人民元切り下げを受けたドル高圧力で125円台に乗せる。しかし、その後は中国不安によるリスク回避地合いとなり、円が買われたことで13日に124円台前半となり、しばらく同水準での推移となったが、リスク回避の流れが強まるとともに、米利上げ観測後退も巻き込んで円高ドル安が進行。20日は124円を割り込み、25日には119円台半ばを付ける。月終盤はリスク回避がやや緩み、月末は121円台前半で着地した。

当面の予想

今月に入ってから、市場の不安は続き、足元では119円台半ばまで円高が進んでいる。先月のピーク時に比べればリスク回避度合いは緩和しているとみられるが、未だ続いていること、先般の円急伸で円を積極的に売っていた投資家が相当なダメージを負い、円売り意欲が削がれたとみられることから、当面は円安が進みにくくなった。目先の焦点は本日の米雇用統計。本来なら、結果が強い場合はドル高要因となるが、強すぎると「米9月利上げ観測急上昇→米株安→リスク回避」という経路で円高に振れる可能性も。市場予想より若干弱めの20万人増前後だとややドル高反応か。



(ユーロドルレート)

8月の動き 月初1.09ドル台半ばからスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初に1.09ドル台半ばでスタートした後、好調な米経済指標を受けたドル買いで5日に1.08ドル台後半に下落。ただし、その後はギリシャ支援の実務者協議合意を受けて、11日には1.10ドル台後半まで上昇。さらに、中国不安によるユーロキャリー取引の巻き戻しなどから12日には1.11ドル台後半を付ける。その後はボックス圏での一進一退の動きが続いたが、市場のリスク回避姿勢の強まりと米利上げ観測の後退を受けて、24日には1.15ドル台にユーロが急騰した。月終盤はリスク回避地合いがやや緩和したことで、ユーロが売られ、月末は1.12ドル台前半で終了した。

当面の予想

昨日のECB理事会を受けてユーロ圏の緩和長期化観測が高まったことで、足元は1.11ドル台前半に低下している。最近ではユーロがリスク回避通貨の色彩を強めているため、市場の不安が収まるか否かがユーロドル相場に大きく作用する。基本的にはしばらくは市場の不安が払拭されず、ユーロキャリー取引が停滞することでユーロドルも高止まりしそう。ドル円同様、目先の焦点は本日の米雇用統計だが、結果が強すぎると、一時的にリスク回避のユーロ買いで下げ渋る展開も。

金利・為替予測表 (2015年9月4日現在)

		2015年			2016年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	2.2	2.2	2.4	2.7	2.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8
ドル円	(平均)	121	122	124	126	127
ユーロドル	(平均)	1.11	1.11	1.08	1.06	1.07
ユーロ円	(平均)	134	135	134	134	136

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。