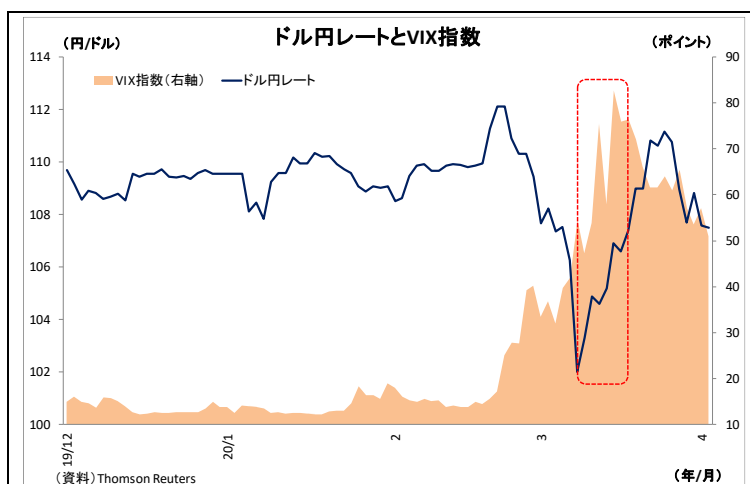


Weekly エコノミスト レター

もし日本で感染爆発が起きたら、 円相場はどう動く？

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. 新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大に伴って、2月下旬以降、内外の株価は急落したが、ドル円レートは「リスク回避の円買い」と「有事のドル買い」が綱引きをする形で方向感の定まらない展開が続いてきた。
2. 当面のドル円の方向性を考えるうえで、大きなポイントは2つあると考えている。一つは「ドル需給のひっ迫感だ」。世界経済の減速懸念は続き、世界的に企業や金融機関のドル需要も続くとみられるが、一方でFRBの大規模なドル供給も続くため、「民間のドル需要 vs FRBのドル供給」のバランスがドル需給のひっ迫感を左右することになる。
3. そして、もう一つのポイントは日本での新型コロナの感染拡大だ。実現しないことを願うが、欧米のような爆発的な感染拡大が起きる可能性も排除はできない。この場合には円高圧力が強まる可能性が高い。リスクオフの円買いが入るうえ、リパトリ（本国への資金還流）観測が台頭する可能性があるためだ。近年では、東日本大震災の直後に円が当時の最高値を更新したが、主因はリパトリ観測であった。たとえ実際にリパトリが起きなくても、市場で観測が高まるだけで円高圧力が強まる。
4. 今後については、ドル需要が続く可能性があるが、FRBの大量供給によってドル需給のひっ迫感が緩和され、ドル高圧力は抑制されるだろう。一方で、これまでのトレンドから見ると、今後も日本での新型コロナ感染拡大が懸念される。感染爆発とまではいかななくても、感染ペースが加速すればリスクオフの円買いが進みやすくなるうえ、リパトリ観測台頭に伴う円高圧力に波及する恐れがある。既に米長期金利が0.6%付近まで低下し、さらなる低下余地が乏しいことは円高の一定の抑制要因になるものの、一時的には再び105円を割り込む可能性がある。当面は円高に警戒が必要な時間帯が続くそうだ。



1. トピック：もし日本で感染爆発が起きたら、円相場はどう動く？

新型コロナウイルス感染症（COVID-19、以下「新型コロナ」）の世界的な拡大に伴って、2月下旬以降、内外の株価は急落した。一方でドル円レートはこの間に乱高下し、足元でも方向感の定まらない展開が続いている。

（ドル円の動向：乱高下の理由）

2月下旬以降のドル円レートの動きを振り返ると、大きく3つの局面に分けられる。

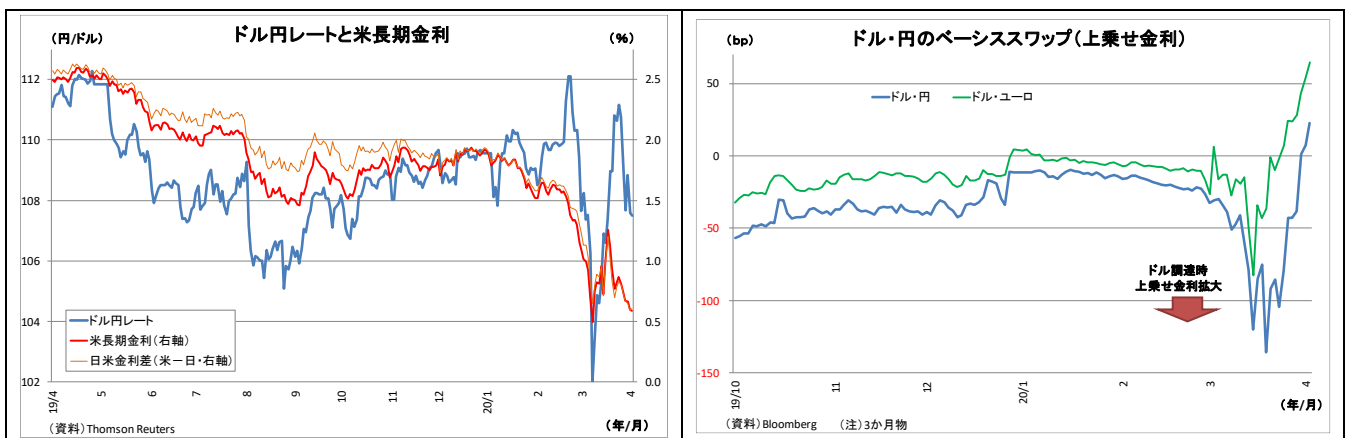
①2月下旬～3月上旬：円高ドル安

まず、2月下旬から3月上旬にかけては、1ドル112円台（2月24日）から101円台（3月9日）まで10円以上の急激な円高ドル安が進行した。従来、中国の問題に留まっていた新型コロナの感染拡大が欧米にも急速に広がり、世界経済減速懸念を通じて市場でリスクオフ（回避）の円買い圧力が急激に強まったためだ。また、この間にFRBが利下げ路線に急旋回し、3月上旬に緊急利下げを実施したことも米金利低下を通じてドル安に拍車をかけた。

②3月上旬～下旬：円安ドル高

しかし、その後は一転して円安ドル高基調となり、3月下旬にかけて111円台（3月25日）まで10円程度の大幅な円安ドル高が進んだ。この間も引き続き欧米での感染拡大によって世界経済の減速懸念が強まり、VIX指数（恐怖指数）も上昇していた。従来、市場の警戒感が強まりVIX指数が上昇する場面では、安全通貨かつ低金利で調達通貨とされる円が買われることで「リスクオフの円高ドル安」が進むことが一般的だが、この時期にはVIX指数が急上昇したにもかかわらず円安ドル高が進んだ（表紙図表参照）。

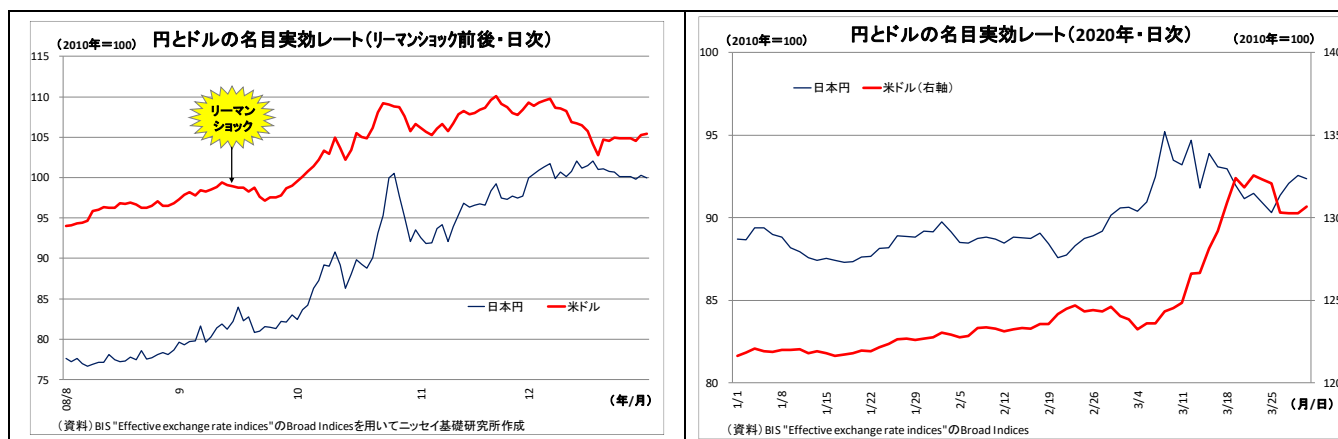
世界的な景気減速懸念とともに資金繰りへの懸念が高まったことで、世界の金融機関や企業の間で、流動性が最も高い国際決済通貨であるドルを求める動きが強まったためだ。いわゆる「有事のドル買い」の一種と言える。円との交換でドルを調達するベーススワップ市場では、ドルを調達するための上乗せ金利（ドル・円ベーススワップ）が3月下旬にかけて急拡大しており、この間のドル需要の高まりを示している。



このように、資金繰り懸念によってドルの需要が高まってドル高が発生するのは、リーマンショック

後にもみられた現象だ。通貨の総合的な強弱感を示す（名目）実効レート¹を見ると、リーマンショック後の2008年9月下旬から10月下旬にかけて、ドル実効レートは1割以上上昇している。しかし、この間、円がドル以上に買われたため（円実効レートが急騰）、ドル円のペアでは大幅な円高ドル安が進行した（9月23日時点106円台後半→10/23日時点97円台後半）。

今回はドル実効レートが大幅に上昇する一方、円実効レートが3月上旬までの上昇の反動もあってやや下落したため、ドル円では大幅な円高ドル安が進行した。



③3月下旬以降：円高ドル安

その後、3月下旬以降は再び円高ドル安が進み、足元では108円付近で推移している。FRBによる大規模量的緩和や各国中銀との通貨スワップを通じたドル資金供給によって大量のドルが供給され、ドル需給のひっ迫感が和らいだためだ。また、米国で新型コロナ感染拡大を受けた経済指標悪化が確認され、ドル売りに拍車がかかった。

ちなみに、ドル・円ベーススワップを見ても、この間にドル調達の上乗せ金利が急速に縮小、消滅しており、ドル需給の緩和を示している。

このように、2月下旬から足元にかけてのドル円は、「リスク回避の円買い」と「有事のドル買い」が綱引きをする形で方向感の定まらない展開が続いてきた。

(今後のポイント：ドル需給、日本での感染拡大)

それでは、当面（今後1~2カ月間）のドル円はどちらに向かうのだろうか。方向性を考えるうえで、大きなポイントは2つあると考えている。

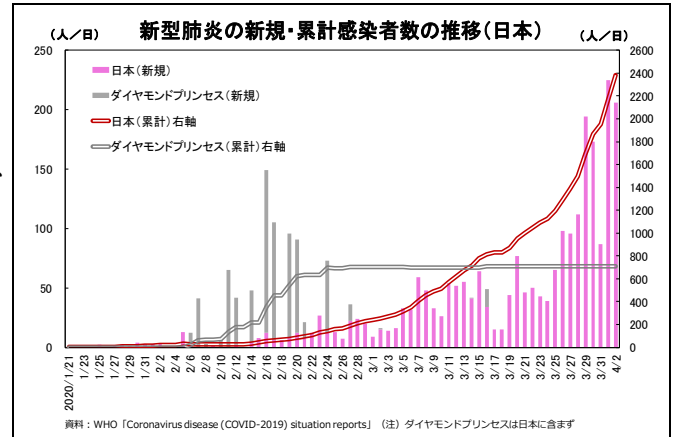
①ドル需給のひっ迫感

一つは引き続き「ドル需給のひっ迫感だ」。欧米での新型コロナ感染拡大はまだ続くうえ、今後は新型コロナ拡大後の極めて厳しい経済指標の公表が見込まれることから、世界経済の減速懸念が続くそうだが、従って、世界的に企業や金融機関のドル需要も続くと思われるが、一方でFRBの大規模なドル供給も続くため、「民間のドル需要 vs FRBのドル供給」のバランスがドル需給のひっ迫感を左右することになる。

¹ 当該通貨と複数通貨の2国間為替レートを、当該国の貿易シェアで按分したもの。当レポートではBIS "Effective exchange rate indices" のBroad indices (60カ国ベース) を用いている。

②日本での感染爆発

そして、もう一つのポイントは日本での新型コロナの感染拡大だ。これまで、日本の感染者数（確認されたベース）は新規発生数でも、累計発生数でも欧米を大きく下回ってきた。しかしながら、最近では感染の拡大ペースが加速してきており、予断を許さない状況になってきている。実現しないことを願うが、日本で欧米のような爆発的な感染拡大が起きる可能性も排除はできない。

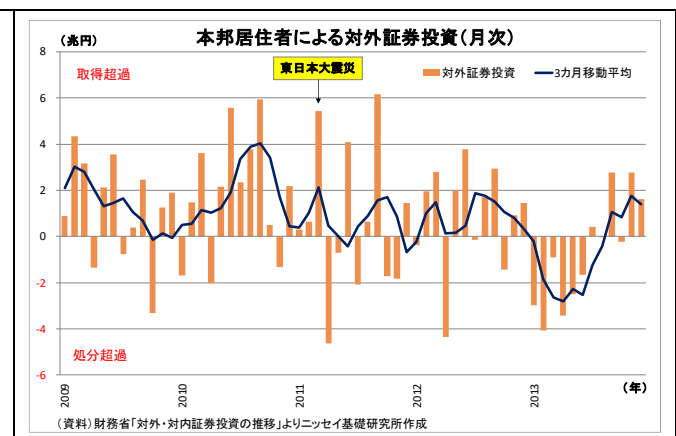
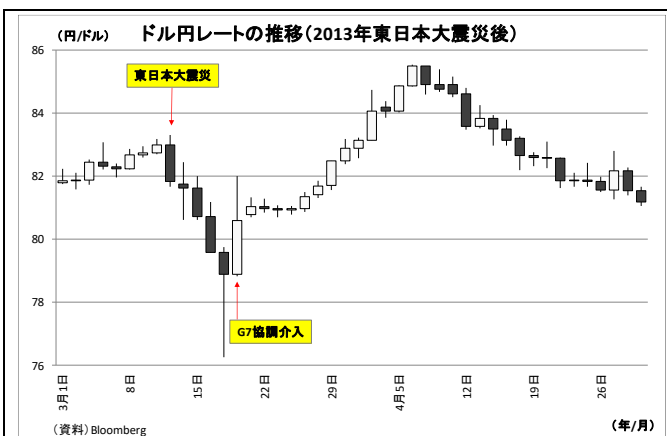


そこで、今後日本で爆発的な感染拡大が起きた場合のドル円への影響を考えると、円高圧力が強まる可能性が高いだろう。日本株下落に伴うリスクオフの円買いが入るうえ、リパトリエーション（本国への資金還流、以下、「リパトリ」）観測が台頭する可能性があるためだ。

具体的には、「非常事態に突入することで企業や金融機関等が資金繰り悪化に備えて手元資金を積み増すにあたり、日本は世界最大の対外純債権国であるだけに、海外資産を売却して円に換え、国内に還流させる動きが強まるだろう」という市場の観測だ。確かに日本企業が資金を積み増す場合には、国内決済に使えないドルよりも円が選好されると考えられる。

近年では、2011年3月11日に発生した東日本大震災の直後に円高が進み、円が当時の最高値を更新したが、主因は「日本企業（特に保険会社）によるリパトリが起こる」という市場の観測であった（その後、G7の協調円売り介入実施により円安基調に反転）。ちなみに、1995年の阪神・淡路大震災後にも大幅な円高ドル安が進んでいる。

実際に東日本大震災後の対外証券投資の動向を振り返ると、国内居住者が対外証券を処分する動きが強まった形跡は確認できないため、リパトリは起きていなかったとみられる。しかしながら、たとえ実際にリパトリが起きなくても、市場で観測が高まるだけで円高圧力が強まる。



逆に日本で爆発的な感染拡大が起きた場合に「日本売り」の様相となって円安に振れる可能性も否定はできないが、長続きはしないだろう。一般的に、世界的な危機の際には、海外に資金を貸す立場にある経常黒字国の通貨はその安心感から買われやすく、海外から資金を借りる立場の経常赤字国の通貨は

不安感から売られやすい。

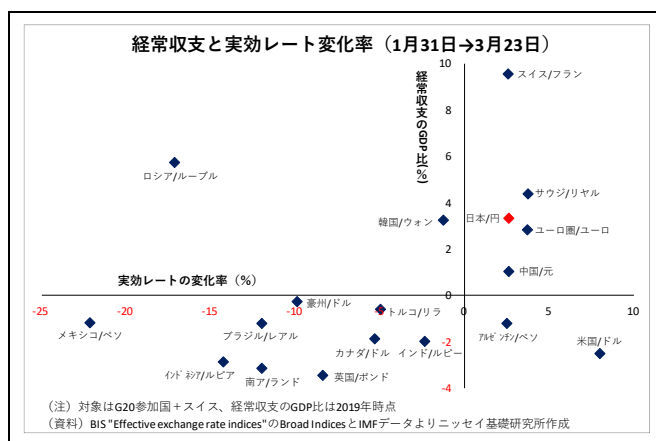
実際、今年1月末から3月下旬にかけての主要国通貨の実効為替レートの騰落率を見ると、日本も含め経常黒字国の通貨の多くは上昇し、経常赤字国の通貨の多くは下落している。

多額の経常黒字を抱える日本の円は、危機の際に売られにくい側面を持つだけに、危機時の円売りは正当化しづらい。

今後については、既述の通り、世界的な資金繰りへの懸念から今後もドル需要が続く可能性があるが、FRBの大量供給によってドル需給のひっ迫感が緩和され、ドル高圧力は抑制されるだろう。

一方で、(疾病だけに不確実性は高いが)これまでのトレンドから見ると、今後も日本での新型コロナ感染拡大が懸念される。感染爆発とまではいかななくても、感染ペースが加速すればリスクオフの円買いが進みやすくなるうえ、リパトリ観測台頭に伴う円高圧力に波及する恐れがある。

既に米長期金利が0.6%付近まで低下し、FRBはマイナス金利政策の導入に否定的なことから、これ以上の米金利低下余地(=日米金利差の縮小余地)が乏しいことは円高の一定の抑制要因になるものの、一時的には再び105円を割り込む可能性がある。当面は円高に警戒が必要な時間帯が続きそうだ。



2. 日銀金融政策(3月): コロナへの対応で追加緩和

(日銀) 追加緩和

2月下旬に新型コロナウイルス拡大の影響で市場の混乱が拡大し、FRBが緊急声明で早期利下げを示唆したことを受けて、日銀は3月2日に急遽総裁談話を公表した。その中では、「今後の動向を注視しつつ、適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく」との方針が示された。

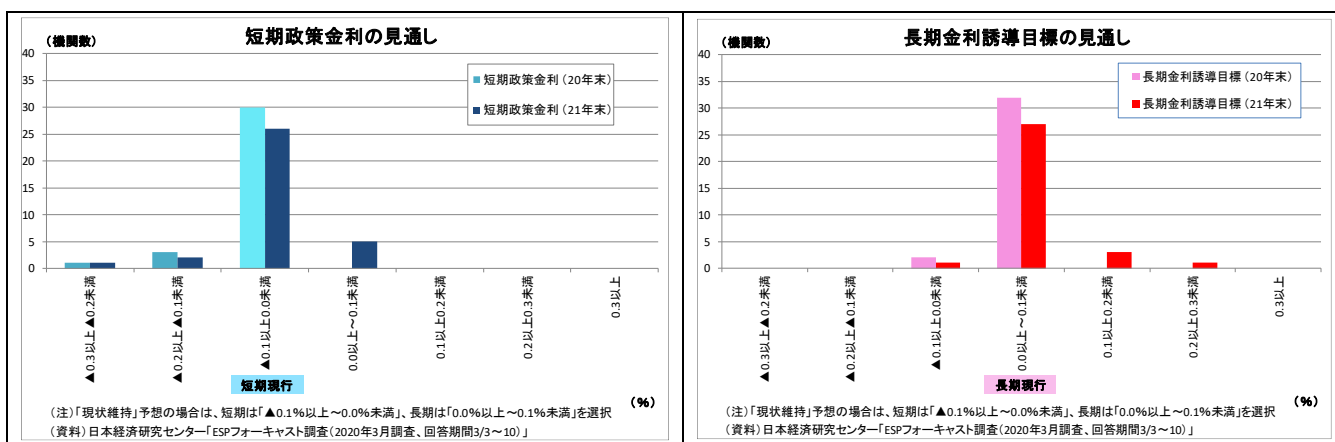
その後、3月に入っても新型コロナの影響が拡大、市場の混乱や企業の資金繰り悪化がますます懸念される状況になったことを受けて、日銀は、もともと18日~19日に予定されていた会合を16日に前倒しして開催した。直前にFRBが当月2回目となる緊急利下げと量的緩和を決定したことも前倒し開催に影響した可能性がある。会合では、①CP・社債の買い入れ増額(計2兆円の追加買入枠設定)、②ETF(当面、従来の倍である年12兆円増のペースを上限)・J-REITの積極的な買入れ、③企業金融支援特別オペの導入などを内容とする追加緩和を決定した。一方で、マイナス金利の深堀りは回避した。

会合後の会見で、黒田総裁は今回の追加緩和の狙いとして、「企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する」ことを挙げた。一方、マイナス金利の深堀りについては、「限界でこれ以上できないということはない」とし、「必要であれば行う」と表明した。また、仮に大幅な円高になったときには、「それなりに対応しないとイケない」とも言及した。世界経済の行方に関しては、「一定期間、低成長が続く恐れがある」

としつつ、「リーマンショックのときのような非常に大きな実体経済の落ち込みになるかといわれると、現時点では、そのようには誰もみていない」との見解を示した。

(今後の予想)

日銀の追加緩和余地は乏しいだけに、基本的に当面は新型コロナの動向と影響ならびに追加緩和後の政策効果を見極める姿勢を維持するとみられるが、企業の資金繰り不安が高まれば、不安を抑制すべく CP・社債の買入枠を拡大する可能性がある。また、基本的には慎重スタンスながら、今後大幅な円高が進行する場合には、日銀が「イチかバチか」で 0.1~0.2%のマイナス金利深掘り（副作用緩和策とセット）に踏み切る可能性も残されている。

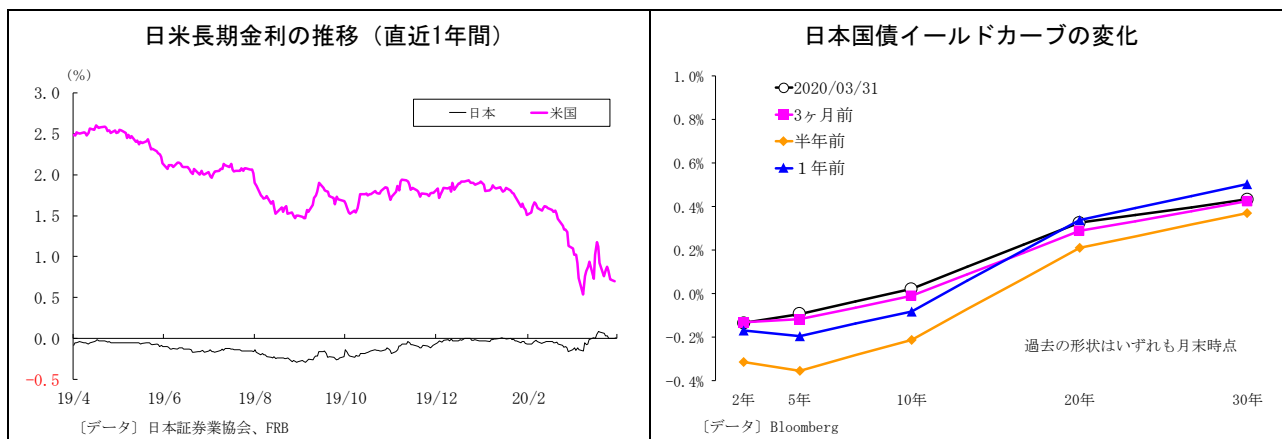


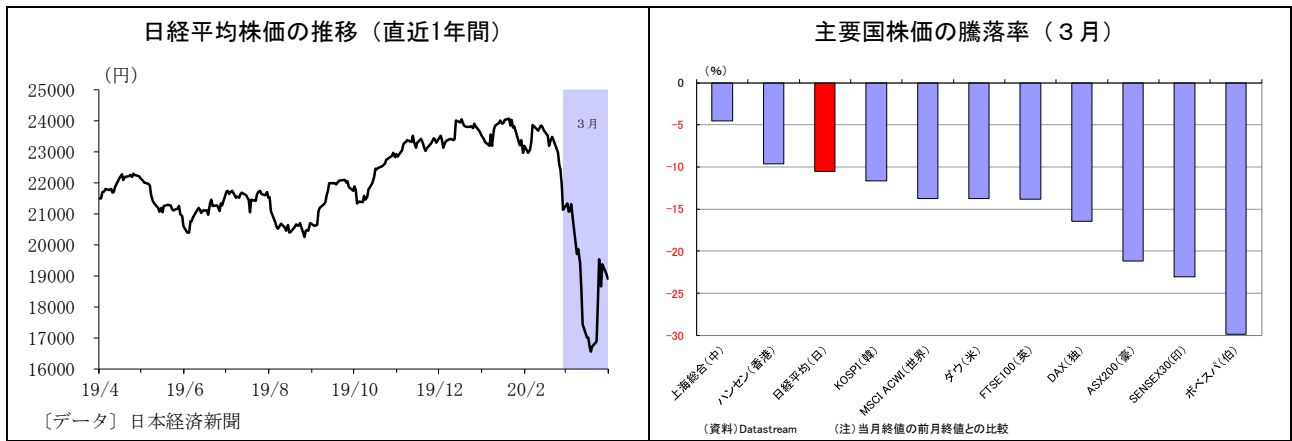
3. 金融市場(3月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

3月の動き 月初-0.0%台半ばでスタートし、月末は0.0%台前半に。

月の月上旬は、FRBの緊急利下げを受けた米金利低下が低下圧力になったが、日銀のマイナス金利深掘り観測は高まらず、-0.1%台前半から半ばでの一進一退に。10日にはリスクオフの一服や入札不調を受けて-0.0%台に上昇。その後は日銀のマイナス金利深掘り見送りや財政拡大観測、世界的な現金化の流れを受けて上昇が続き、19日には0.1%に肉薄した。月終盤にはFRBの量的緩和無制限化や現金化の動き一服を受けて低下に転じ、26日には0.0%付近に。月末も0.0%台前半で終了した。

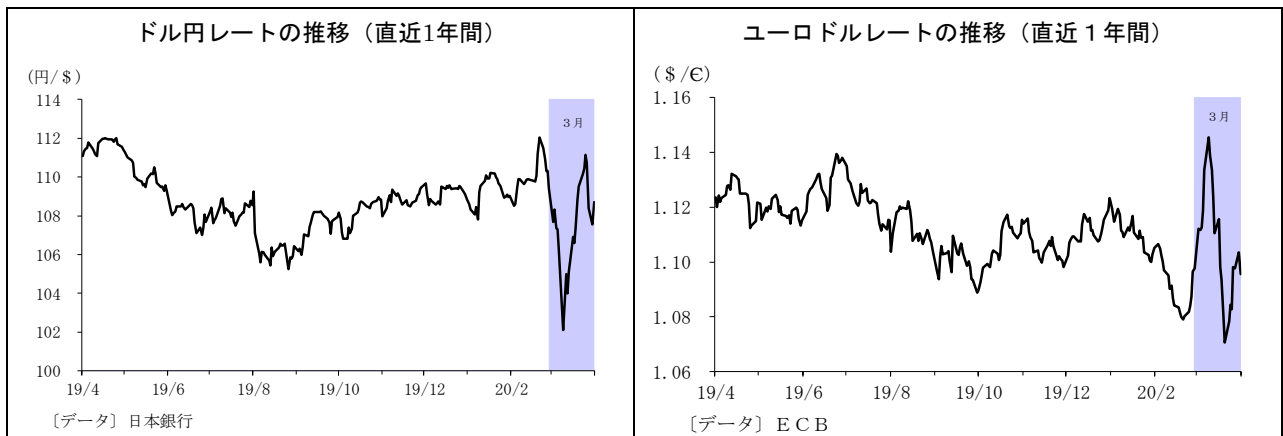




（ドル円レート）

3月の動き 月初 107 円台後半でスタートし、月末は 108 円台後半に。

月の月上旬は、新型コロナウイルスの欧米での感染拡大を受けたリスク回避の円買いと FRB の緊急利下げを受けたドル売りによって円が急伸し、9 日には一時 101 円台を付けた。その後は米経済対策への期待からリスクオフがやや緩み 105 円前後に回復。月の半ばには日米中銀の緊急緩和に対する評価を巡って上下したが、その後は有事のドル買いが活発化し 25 日には 111 円台に乗せた。月の終盤には、FRB の大規模資金供給や各国中銀によるドル供給が寄与する形でドル需給が緩和したことでドル安になり、月末は 108 円台後半で終了した。



（ユーロドルレート）

3月の動き 月初 1.11 ドル台前半でスタートし、月末は 1.09 ドル台後半に。

月初 1.11 ドル台前半で推移した後、FRB の追加利下げ観測、米金利の低下観測を受けて上昇し、9 日には 1.14 ドル台後半に。その後は ECB の追加緩和を受けてユーロ安に転じ、13 日には 1.11 ドル付近に。その後は新型コロナ拡大に伴う欧州の景気懸念や有事のドル買いが優勢となって低下基調となり、20 日には 1.07 ドルを付けた。月終盤は、ドル需要の一服によってユーロが買い戻されて上昇し、月末は 1.09 ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2020年4月3日現在)

| | | 2020年 | | | | 2021年 | |
|-------|---------------|-------|------|------|-------|-------|------|
| | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 |
| | | 実績 | 予想 | | | | |
| 日本 | 10年金利 (平均) | -0.0 | -0.1 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| アメリカ | FFレート (期末) | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| | 10年金利 (平均) | 1.4 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ユーロ圏 | ECB市場介入金利(期末) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 10年金利 (独、平均) | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.0 |
| ドル円 | (平均) | 109 | 106 | 108 | 109 | 109 | 109 |
| ユーロドル | (平均) | 1.10 | 1.09 | 1.10 | 1.10 | 1.10 | 1.10 |
| ユーロ円 | (平均) | 120 | 116 | 119 | 120 | 120 | 120 |

(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。