



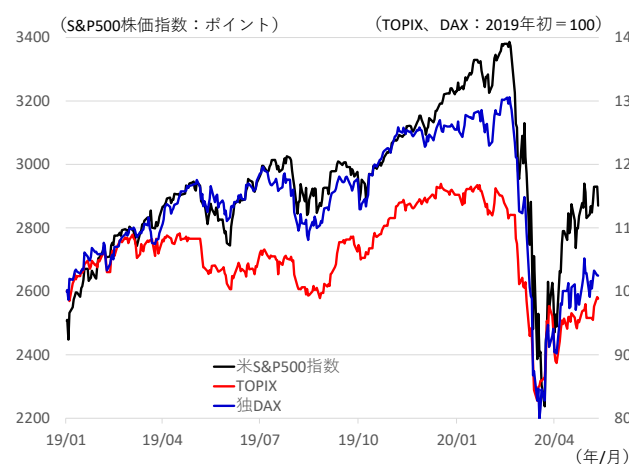
2020年5月13日

リスク選好回復相場の今後とドル円相場

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 上席研究員 橋本 将司

金融市場ではグローバルにリスク選好回復の動きが続いている。米 S&P500 株価指数は、世界的にコロナウイルスの感染拡大が深刻化する直前の2月19日につけた直近高値(3393.52)から、3月23日に安値(2191.86)まで▲35.4%下落したが、その後4月29日に2954.86まで戻し、下落分の約6割を回復。さらなる戻りも窺う情勢だ。本邦も含めて世界的に株価は概ね同様の動きとなっている(第1図)。先週8日に発表された4月分米国雇用統計は、非農業部門雇用者数の前月比が史上最悪の2,053万人の減少となった。しかし、市場予想(▲2,200万人)よりは悪くなかったなどとして、米株価が上昇で反応するなど市場の強気な推移が改めて確認された。4月20日に一時1バレル▲40.32ドルまで下落したWTI原油先物相場も、足元20ドル台半ばまで回復している。

第1図:米 S&P500 株価指数と主要国株価指数



(資料) Bloomberg

第2図:米 S&P500 株価指数と世界感染者数前日比(%)



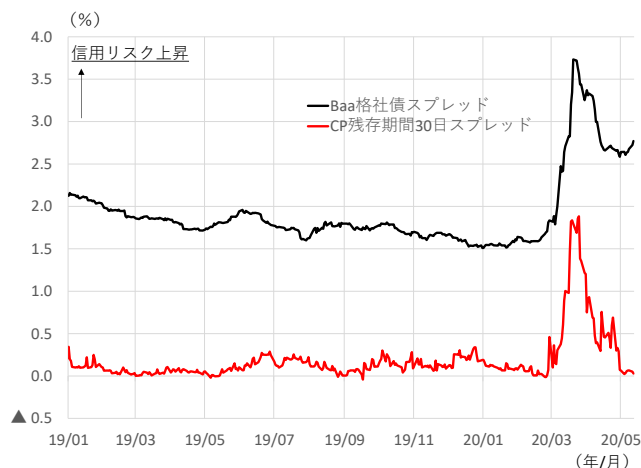
(資料) Bloomberg

こうした市場の動き、特に悪い経済指標に対してあまり反応しない背景には、まず感染拡大抑制のためのロックダウンの影響から、世界的に今年第2四半期辺りまでは経済

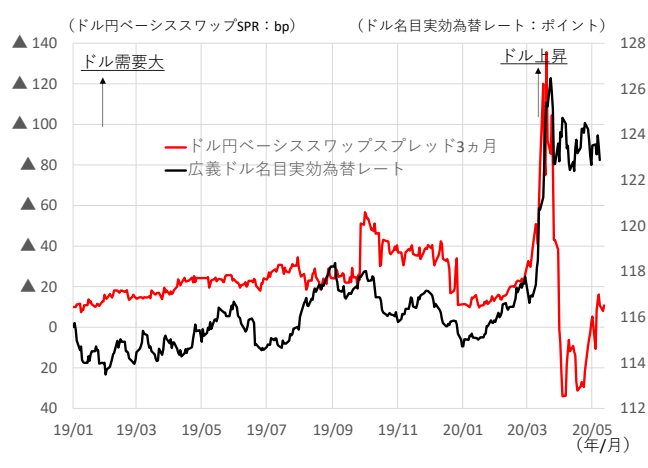
指標が大きく落ち込むという悪材料を、市場が概ね織り込んでいることがあろう。むしろ現時点で想定されている第3四半期からの景気持ち直しが、どのようなペースで進むかに焦点が移りつつあるようだ。その前提となるのが世界的なウイルス感染抑止の状況だが、全世界のウイルス感染者数の前日比増加率(%)は、3月下旬をピークに鈍化傾向にある。米S&P500株価指数もこれに合わせて回復しているようにみえる(前頁第2図)。欧米諸国ではロックダウンを緩和する動きも見られ始めており、このような情勢を背景とした市場の景気持ち直し期待がリスク選好回復の一要因であろう¹。

もともと、市場のリスク選好回復を支援してきているのは、やはり主要国による未曾有の金融緩和策であろう(後掲第8図)。米国ではFRBが3月に一気にゼロ金利政策を復活させると共に、米国債市場などの混乱を受けて3月23日に米国債と住宅ローン担保証券(MBS)を市場安定に必要なだけ(=無制限に)購入すると表明。4月9日には総額最大2.3兆ドルの資金供給プログラムを発表し、その中の社債を発行市場や流通市場から購入するプログラム(PMCCF、SMCCF)において、購入対象を一部投資不適格級のものへ拡大した²。こうした一連の措置を受けて、米株価指数を含めた世界の株価指数は正に3月23日前後を目途に底打ちし、足元まで上昇基調が続いている(第1図)。デフォルト急増への警戒によるドルのキャッシュへの急速な需要の高まりを受けて拡大していた米国の残存期間30日のCP(A-1、P-1、F-1格)の合成利回りと米国債とのスプレッドや、ドル円ベース・スワップ・スプレッドの(ドル不足を示す)マイナス幅も、概ね混乱前の水準まで縮小。ドル流動性絡みのパニック的な市場の動きは概ね沈静化しつつある(第3、4図)³。

第3図: Baa格社債スプレッドとCP残存30日スプレッド



第4図: ドル円ベーススワップスプレッドとドル名目実効為替レート



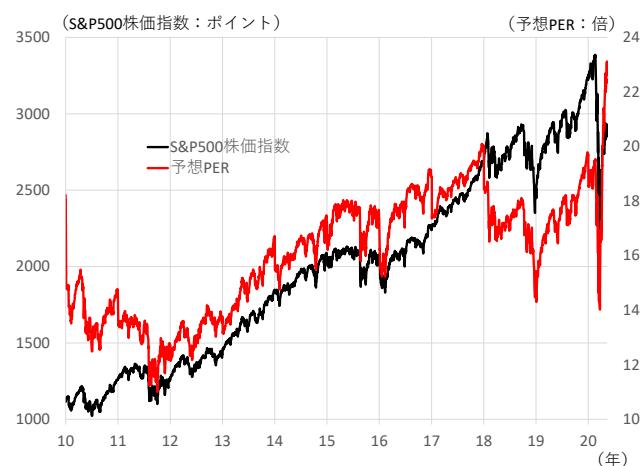
¹ 各国とも政府による一定の支援はあるとは言え、ロックダウンが数か月以上に及べば中小企業や個人を中心に倒産・破産件数が急増し始めるなど、経済にも深刻な影響が及び始める恐れがある。各国は想定される新たな重症者に対応できるような医療体制上のキャパシティを確保できる範囲で、緩やかな経済活動再開に舵を切らざるを得ない状況になりつつあるとも言えよう。

² 2020年3月22日時点で格付けが少なくともBBB-/Baa3であれば、その後BB-/Ba3まで格付けが引き下げられても本プログラムの買い取りの対象となる。

³ 一方、景気減速による信用リスク増大への警戒は依然熾っており、Baa格社債と米国債利回りとのスプレッドは依然相応に拡大したままとなっている(第3図)。足元再拡大の兆しもあり要注意だ。

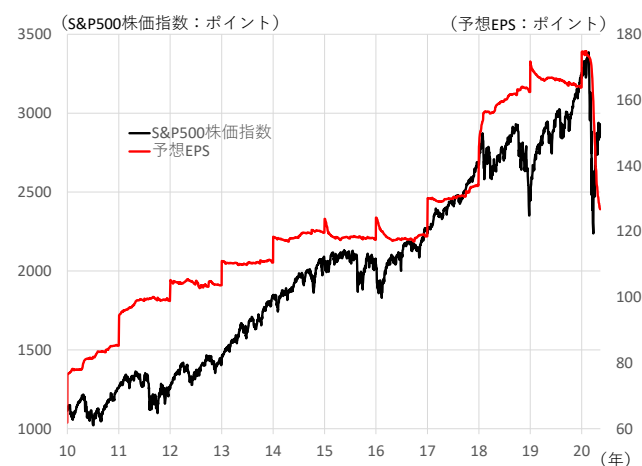
米 S&P500 株価指数の上昇の背景を探るため、同株価指数を予想株価収益率（PER）と予想一株当たり利益（EPS）に要因分解すると⁴、足元予想 PER は 23 倍程度まで大幅に上昇（第 5 図）。一方、予想 EPS は景気見通しの悪化を反映して大きく低下している（第 6 図）。つまり、予想 EPS でみる業績（ファンダメンタルズ）見通しの悪化以上に、予想 PER でみるそれ以外の期待要因の改善が株価指数を押し上げているようだ。米国債金利（安全資産利回り）の低下は、予想 PER の上昇要因の 1 つであり、FRB を含む各国の大幅な金融緩和と政策が、株価押し上げの大きな要因になっていると言えよう。

第 5 図:S&P500 株価指数と予想株価収益率(PER)



(資料) Bloomberg

第 6 図:S&P500 株価指数と予想一株あたり利益(EPS)



(資料) Bloomberg

こうした中、ドル円相場は 3 月 23 日以降ドル安円高基調が続いて来た(次頁第 7 図)。通常円はドルよりも安全な通貨とみなされ易く、本来株価が持ち直すようなリスク選好回復局面ではドル高円安が進み易いはずだ。しかし、3 月上旬から中旬にかけて、コロナショックによるデフォルト急増を警戒する動きからドルのキャッシュに対する需要が高まると、リスク回避的な局面で円よりもドルが上昇する動きがみられ始めた。これによりドル円相場と株価の相関は、従来の順相関から逆相関に転換した(次頁第 7 図)。3 月 23 日以降のドル安円高の流れは、こうした株価との逆相関が続いて来たことが背景にある⁵。もっとも、ここ数日の動きをみると、株価の上昇(リスク選好)に対してドル円が上昇、つまりドル高円安で反応する動き・順相関が戻りつつあるようにもみえる。FRB による大規模な金融緩和やドル供給策により、為替市場でもドル不足への警戒が緩和して来た可能性があるだろう。

パウエル議長を始め FRB の幹部は、現時点ではコロナショックによる景気の落ち込みに歯止めをかけることが最優先であり、必要であればさらなる措置も含めて万全を期すと表明している。当面はこうした各国当局の政策スタンスを受けて、市場ではリスク選好回復を試す流れが今暫く続き易いだろう。その場合、従来のドルと円の強弱の序列

⁴ 株価収益率 (PER) = 株価 / 一株あたり利益 (EPS) より、株価 = PER × EPS となる。

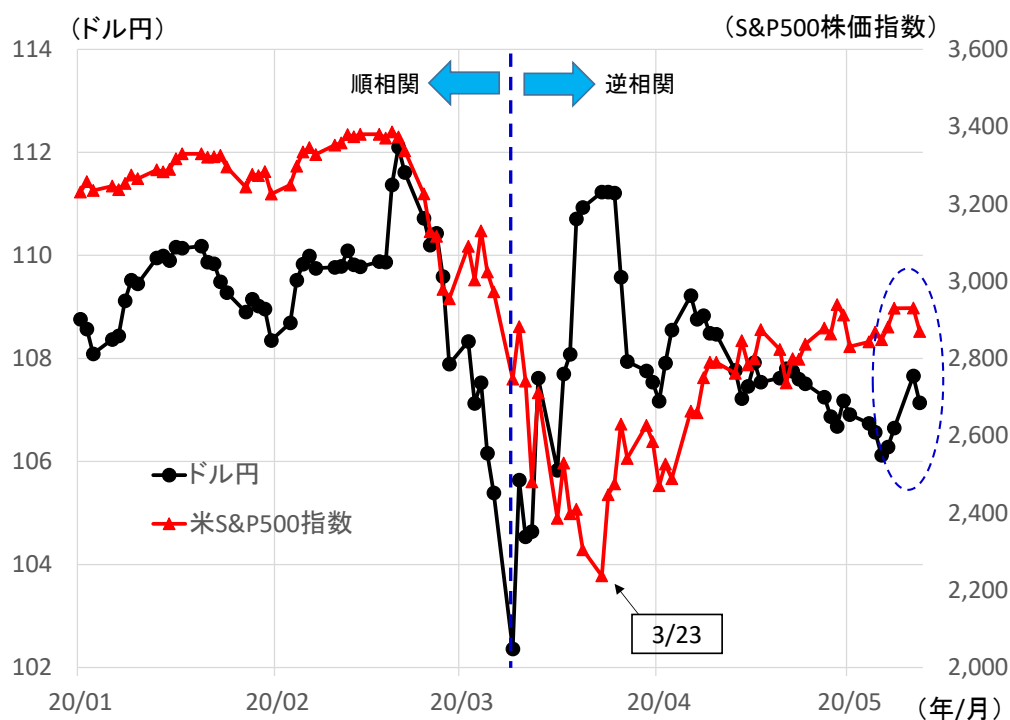
⁵ こうしたリスク選好・回避局面におけるドルと円の強弱の逆転は、為替市場においてドル資金不足への警戒が残るためであることは、[4 月 17 日付 IIMA の目「ドル資金不足への警戒が残る為替市場」](#)で指摘している。

がこのまま回復すれば、ドル円は今一步ドル高円安方向へ推移しそうだ。

但し、改めて第2図をみると、世界の感染者数増加率の減速ピッチは鈍化する傾向にある。実際、ロシアやブラジルなど新興国で感染が拡大し始めており、さらに一度は感染が抑制されたとみられていた中国や韓国でも新たな感染の発生が報告されるなど、コロナウイルス封じ込めの帰趨は依然として予断を許さない。従って、世界景気も第3四半期以降大方の想定通り回復がスムーズに開始されるかまだ不透明感大きい。第5図でみた通り、米 S&P500 株価指数も予想 PER が 23 倍程度に達するなどかなり前のめりで上昇して来た感がある。市場全般のリスク選好回復の流れも、今後は一定以上の情勢の改善がなければ、さらなる継続余地は次第に限られて来よう。ドル円相場の戻りも最終的には限定的となろう。

尚、今後感染拡大抑制に目途が立って来れば、長い目でみれば市場のリスク選好にとってはプラス材料ではある。もっとも、その場合各国当局者が、リスク選好相場の重要なサポート材料であった大規模な金融緩和策の巻き戻しに言及し始める恐れがある。少なくとも短期的には市場がこれを嫌気し、やはりリスク選好相場が調整を迫られる可能性が十分にある。その場合、ドル円相場もドル安円高方向へ推移しそうだ。

第7図：ドル円相場と米 S&P500 株価指数



(資料) Bloomberg

第8図：3月以降の主要中銀による金融緩和措置

日時	中央銀行名	措置
3月3日	オーストラリア準備銀行(RBA)	・政策金利を0.25%引き下げ(0.75%→0.5%)。
	米連邦準備理事会(FRB)	・政策金利レンジを0.5%緊急利下げ(1.5%～1.75%→1.0%～1.25%)
3月4日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%利下げ(1.75%→1.25%)。
3月11日	イングランド銀行(BOE)	・政策金利を0.5%緊急利下げ(0.75%→0.25%)。 ・中小企業向け貸出にインセンティブを持たせた、銀行向け資金供給スキーム導入。
3月12日	欧州中央銀行(ECB)	・今年末までの総額1,200億ユーロ分の民間資産などの購入。 ・貸出条件付長期資金供給オペ第3弾(TLTRO3)の条件緩和。 ・長期資金供給オペ(LTRO)を条件緩和の上再開。
3月13日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%緊急利下げ(1.25%→0.75%)。
	主要6中銀	・米ドルスワップ取極を通じたドル流動性の供給を拡充するための協調行動を公表。
3月15日	米連邦準備理事会(FRB)	・政策金利レンジを1.0%緊急利下げ(1.0%～1.25%→0%～0.25%)。 ・FRBが今後数ヶ月間で、米国債、住宅ローン担保証券(MBS)をそれぞれ少なくとも5,000億ドル、2,000億ドルずつ購入。 ・公定歩合を1.5%引き下げ(1.75%→0.25%)。 ・銀行に対する預金準備率を0%へ引き下げ。
	日本銀行	・新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入(2020年9月末まで)。 ・CPと社債等の購入枠のそれぞれ1兆円ずつの追加設定(2020年9月末まで)。 ・ETFとJ-REITの年間買入ペースを当面増加(6兆円→12兆円、900億円→1,800億円)。
3月17日	米連邦準備理事会(FRB)	・米国債プライマリーディーラー向けに貸出ファシリティを設定(PDCF)。 ・要件を満たしたCPを発行者から買い取るファシリティを設定(CPFF)。
3月18日	欧州中央銀行(ECB)	・7,500億ユーロの公的・民間部門の資産を購入する新たな措置(PEPP)を導入。
	米連邦準備理事会(FRB)	・MMF向けの貸出ファシリティを設定(MMLF)。
3月19日	オーストラリア準備銀行(RBA)	・政策金利を0.25%緊急利下げ(0.5%→0.25%)。 ・オーストラリア国債3年物金利の誘導目標を0.25%近辺に設定。 ・銀行に対して企業向け貸出を支援する貸出ファシリティを設定。 ・銀行がRBAに保有する決済預金の利率を0.1%に設定(銀行の負担軽減)。
	イングランド銀行(BOE)	・政策金利を0.15%緊急利下げ(0.25%→0.10%)。 ・英国債と社債の買い入れ枠を2,000億ポンド増額(4,450億ポンド→6,450億ポンド)。
3月19日	米連邦準備理事会(FRB)	・日銀など既存の5主要中央銀行に加え、追加でオーストラリア準備銀行(RBA)など9つの中央銀行とドルスワップ取極を締結。
3月23日	米連邦準備理事会(FRB)	・FRBが米国債と住宅ローン担保証券(MBS)を市場安定に必要なだけ(=無制限に)購入することを表明。 ・エージェンシー商業不動産ローン担保証券(CMBS)も買い入れ証券の対象とする。 ・発行市場からの社債買い取りプログラム(PMCCF)、流通市場からの社債買い取りプログラム(SMCCF)を設定。 ・オートローンやクレジットカードローンなどを含む資産担保証券(ABS)を対象とした買い取りプログラム(TALF)を設定。 ・MMLFとCPFFの対象を拡充。
	カナダ中銀	・政策金利を0.5%緊急利下げ(0.75%→0.25%)。 ・CP買取プログラム(CPPP)を設定 ・カナダ国債買い取りプログラムを設定(1週間あたり最低50億カナダドルを購入)。
3月31日	米連邦準備理事会(FRB)	・NY連銀に預金口座を持つ海外の中央銀行・当局に対して暫定的なドル資金供給レポファシリティを設定。
4月7日	欧州中央銀行(ECB)	・資金供給に際しての担保要件の緩和(ギリシア債の受け入れなど)。 ・最大2.3兆ドルの資金供給プログラムを設定。その内訳は以下の通り。 ・給与保護プログラム(PPP)に基づく金融機関の貸出に資金を供給。 ・Main Street Lending Program(MSLP)による中小・中堅企業向け貸出に対して、最大6,000億ドルの資金を供給。 ・PMCCF、SMCCF、TALFの規模と対象を拡大(規模は合計8,500億ドル)。 ・地方政府向けの資金供給プログラムを設定(最大5,000億ドル)。
4月9日	米連邦準備理事会(FRB)	・Main Street Lending Program(MSLP)による中小・中堅企業向け貸出に対して、最大6,000億ドルの資金を供給。 ・PMCCF、SMCCF、TALFの規模と対象を拡大(規模は合計8,500億ドル)。 ・地方政府向けの資金供給プログラムを設定(最大5,000億ドル)。
	カナダ中銀	・地方政府債買い取りプログラムを設定(500億カナダドル)。 ・投資適格社債買い取りプログラムを設定(100億カナダドル)。 ・タムレポファシリティを24ヵ月まで許容。
4月22日	欧州中央銀行(ECB)	・資金供給に際しての担保要件の緩和(一定の条件下BB格まで受け入れなど)。
4月27日	日本銀行	・CP、社債等の追加買入枠をこれまでの各1兆円から各7.5兆円に増額(2020年9月末まで合計20兆円)。合わせて発行体毎の買入限度を大幅に緩和し、買入対象とする社債等の残存期間を5年まで延長。 ・新型コロナウイルス対応金融支援特別オペの拡充。 ・国債買入額目途(年間保有増加額80兆円)は今後設けず、積極的な買入を実施する。
	米連邦準備理事会(FRB)	・地方政府向けの資金供給プログラムの対象要件を拡大。
4月30日	欧州中央銀行(ECB)	・貸出条件付長期資金供給オペ第3弾(TLTRO3)の適用金利を0.25%引き下げ。 ・パンデミック緊急長期資金供給オペ(PELTROs)を新たに導入。
	米連邦準備理事会(FRB)	・Main Street Lending Program(MSLP)と給与保護プログラム(PPP)に基づく金融機関向けの資金供給について、それぞれの対象要件を拡大。

(資料) 各中銀公表資料

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。