



2022年4月11日

円安の背景にあるウクライナ危機を巡る市場のセンチメント改善

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

円相場は今年に入ってから大きく下落した。ドル円相場では年初から3月上旬までは113円から116円の間で推移していたが、3月7日を起点に急激なドル高円安に転じ、3月28日には2015年8月以来となる125円台へ到達。ユーロ円相場でも、3月7日につけた年初来安値の124円台から3月28日には一時年初来高値の137円台まで大幅にユーロ高円安が進行した。

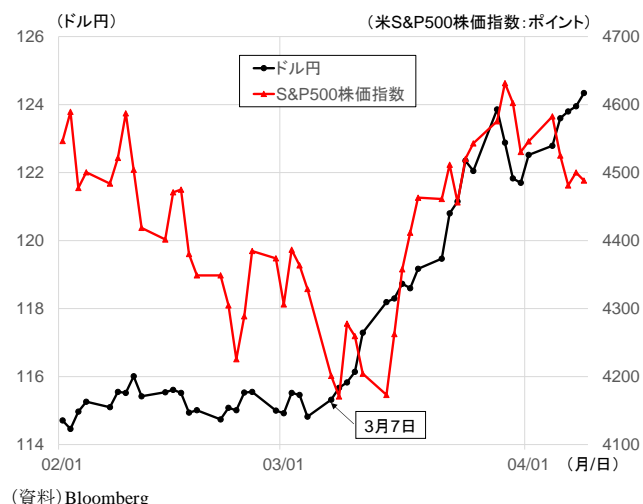
こうした円相場の下落については、コロナ禍に伴う供給制約とウクライナ危機による追加的な国際商品市況の上昇によるインフレ圧力から、主要国中央銀行が金融緩和の巻き戻しに転じる中、インフレ圧力が欧米諸国ほど高まらない本邦では、日銀が金融緩和と政策の堅持を表明。内外の金融政策の方向性の違いがその材料になっているのは周知の通りだ。さらに3月8日に発表された本邦の1月分経常収支が1兆1,964億円の大幅な赤字（2014年1月以来の赤字水準）¹を記録したことで、資源価格高止まりによる構造的な経常赤字定着との見方も一部で浮上し、円売りに拍車をかける材料となったようだ。もっとも、こうしたわずか3週間程度での急激な円安動意は、市場のセンチメントの変化が直接の要因である可能性が濃厚であり、一部で指摘されている構造的な円安の始まりかどうかは、価格帯シフトの定着の行方など、まだ慎重にみて行く必要がある。

そうした市場のセンチメントについてしてみると、ちょうど今回の円の下落の開始時期にあたる3月7日近辺で、欧米の株価指数も下げ止まり、その後反発に転じている（第1図）。また、ウクライナ危機以降、相対的に欧州地域のマクロ経済に大きな影響が及ぶとみられて下落して来たユーロを始めとした欧州通貨も、この時期に下落が一服している（第2図）。実はこの3月7日には、ウクライナのゼレンスキー大統領が、米ABCテレビのインタビューで、ウクライナのNATOへの早期加盟は難しいことを理解しているなどと今回の危機以降、初めて発言していた。ウクライナ危機の原因の1つが、ウクライナのNATOへの早期加盟問題を含むNATOの東方拡大を巡る西側とロシアの主張の対立であったことからすると、これはウクライナ側の重要な譲歩につながる話だ。

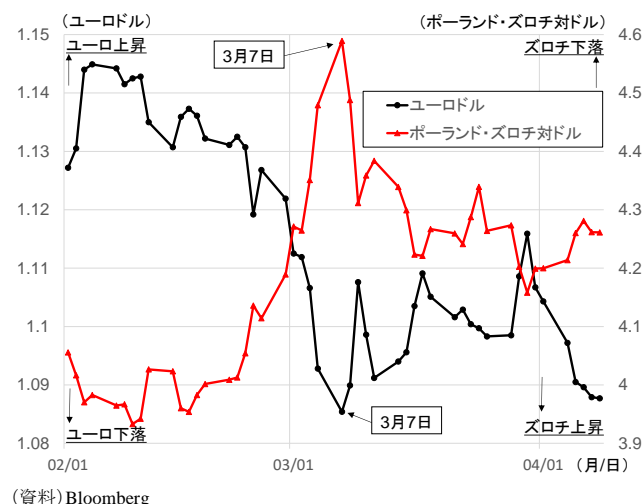
¹ 速報段階では1兆1,887億円の赤字。

2月24日のロシアによるウクライナ侵攻開始以来、ロシア側が核兵器使用の可能性をちらつかせるなど、それまで紛争が底なし的に拡大・悪化し、第三次世界大戦にまでも発展しかねない状況にあった。それだけに、市場がこれを事態収束に向けた大きな流れの変化の兆しではないかと敏感に捉え、それまでの急激なリスク回避地合いの織り込みが、このタイミングで一服した可能性がある。

第1図:2月以降のドル円相場と米 S&P500 株価指数



第2図:ユーロドルとポーランド・ズロチ対ドル



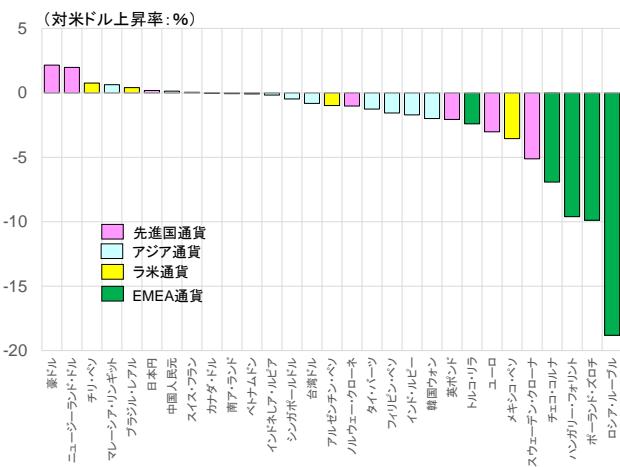
その後も、戦闘は首都キーフの攻防などを巡り激化したが、ロシアとウクライナとの妥協点を探る交渉はトルコの仲介などもあり続けられていた。また、3月16日には、中国の劉鶴副首相が、今後景気支援のため資本市場にとって好ましい政策を打ち出して行くことを表明。同日米国時間にはFRBの3月FOMCで年内の利上げ見通しが大幅に引き上げられたものの、政策見通しに関する先行き不透明感払拭が好感された面もあったようだ。3月18日にはロシア財務省が、16日に期限を迎えていたドル建てロシア国債の利払いを一先ず完了したことを発表していた。こうした材料の後押しもあり、市場のリスク回避スタンスが緩和する流れが続き、グローバルに株価指数の持ち直しが継続、低金利・安全通貨である円の下落（売り）を促した面があったと思われる。

もっとも、3月末頃からこうした流れにやや一服感もみられ、幾分リスク回避地合いが強まる推移がみられている。3月21日にFRBパウエル議長が講演で、今後1度に0.5%の利上げも排除しないと述べるなど、FRBのタカ派スタンスがさらに強まった他、中国では3月28日から上海でコロナウイルス感染抑制のためのロックダウンが開始され、その後当初予定よりも延長されるなど、中国景気の先行き不透明要因も浮上。4月4日にはキーフ近郊の都市ブチャなどで、ロシア軍撤退後に多数の民間人の遺体が発見されたことで、欧米がロシアへのさらなる制裁強化を実施。米財務省が米金融機関によるドル建てロシア国債の利払い取扱を禁止したことから、ロシア国債がテクニカル・デフォルトに陥る可能性が高まった。実際、米株価指数も3月下旬以降、反発が頭打ちとなっている。

この間の主要な通貨の対ドル上昇・下落率をみると、ロシアのウクライナ侵攻が始ま

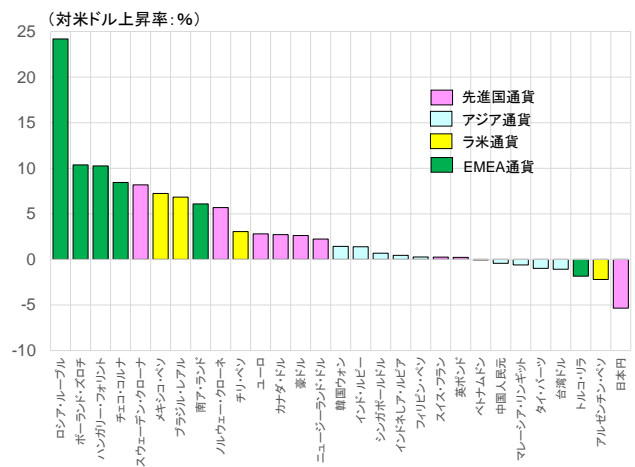
った2月24日から3月7日までは、リスク回避地合いの強まりから、安全な通貨とみられている円やドルは比較的底堅く推移しており、ユーロや東欧通貨の下落率の大きさを確認できる(第3図)。一方、3月7日から3月30日(≒3月下旬)までをみると、リスク回避の緩和から逆にユーロや東欧通貨が持ち直しており、円だけではなくドルも弱含んでいた(第4図)。3月30日から4月8日にかけては、再びドルが強含み、ユーロや東欧通貨が弱含んでいるが、円も比較的弱含みで推移している(第5図)。3月28日以降の日銀による長期金利上昇抑制のための指値オペ(=粘り強い金融緩和姿勢)が材料視されていることに加え、足元のリスク回避地合いがまだ然程強くないこともあろう。因みにロシア・ルーブルは、資本規制の強化などによる人為的な相場押し上げの効果などから、対ドルで大幅な上昇(持ち直し)が続いていた。

第3図:主要通貨の対米ドル上昇率(2月24日→3月7日)



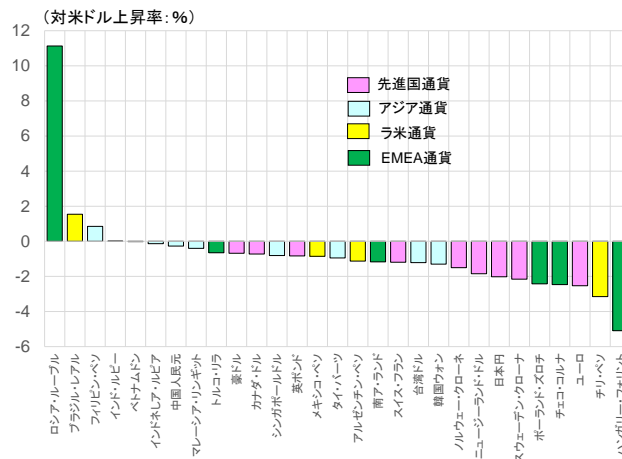
(資料) Bloomberg

第4図:主要通貨の対米ドル上昇率(3月7日→3月30日)



(資料) Bloomberg

第5図:主要通貨の対米ドル上昇率(3月30日→4月8日)



(資料) Bloomberg

ロシアは、当初予想よりもウクライナ攻略に苦戦しているようであり、各種報道によれば、5月9日の第二次大戦対独戦勝記念日までにウクライナ東部地域の支配権確立など、何らかの実績を手にしての停戦を模索しているともみられている。その過程でロシア側がどのような手段に打って出るかは予断を許さないものの、紛争が再び制御不可能

な状況に向かい、市場が急激なリスク回避に向かうシナリオは遠のきつつあるのかもしれない。欧米諸国によるロシアに対する制裁強化も、世界景気にとってマイナスだが、その悪影響の顕在化には一定の時間差が伴う。日銀の金融緩和政策も堅持される下で、当面市場のリスク回避地合いが大きく高まらなければ、円が引き続き弱含み易い市場環境が続くそうだ。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。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。

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>