国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs (IIMA) 公益財団法人 国際通貨研究所

2022年8月24日

安全通貨としての円について

~為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証(その5)~

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 masashi hashimoto@iima.or.jp

目次

< -	要旨>	2
< 7	本文>	3
は	じめに	3
1.	安全通貨について	3
2.	安全通貨としての円相場	4
	(1) 値動きから検証する安全通貨としての円相場	4
	(2)ファンダメンタルズから検証する安全通貨としての円相場	7
3.	2000年代半ばから円の安全通貨としての推移が強まった背景	10
	(1) 安全通貨としてのファンダメンタルズ要因の推移	10
	(2) ドルの変動の受け皿となり易くなった資源国・新興国通貨	12
	(3) 2000 年代以降の米株価指数と米金利の順相関の強まり	14
4.	まとめ~円の安全通貨としての推移は今後も続くか?	16

<要旨>

- ▶ 本稿では、ドルの循環的変動であるドルサイクルとドル円相場の関係を考察する 手掛かりとして、円相場の循環的変動の重要な要素となる、安全通貨としての円 の動向やその背景要因などについて検証した。
- ▶ 円の名目実効為替レートは、米株価指数や米 10 年金利と逆相関の関係があり、 円はスイス・フランなどと共に、主要な安全通貨の1つとみることができる。
- ▶ 円とスイス・フランは頑健な対外バランスなど、経済ファンダメンタルズ面で安全通貨としての素養を備えているが、両者に最も特徴的なのは、低インフレと低金利であり、これを背景に円などを調達通貨としたキャリー取引とその巻き戻しなどの動きが、両者を安全通貨としている主因とみられる。
- ▶ 円は、2000年代半ば以前はドルの変動の主要な受け皿通貨の傾向が強く、ドルとの連動性を高めて安全通貨としての傾向が強まったのは2000年代半ば以降だ。
- ➤ この 2000 年代半ばの前後において、対外バランスなど日本のファンダメンタルズには大きな変化は無い。一方、グローバリゼーションの進展や資源価格の上昇などを背景に経済状況が改善した資源国・新興国の金融資産が有力な投資対象として浮上。為替市場でもドルの変動の受け皿として資源国・新興国通貨も選ばれ易くなると、為替市場全体のバランスから、円はドルの変動の受け皿通貨としての役割が薄れてドルと連動し易くなり、安全通貨としての推移を強めて行ったとみられる。こうした動きは、世界的な低インフレ・低金利を背景とした、投資家による高い利回りを求める動きにも支援されたと考えられる。
- ▶ また 2000 年代以降、世界的なインフレ率の低下などによる先行き不確実性の低下から、米株価と米金利がそれまでの大局的な逆相関から順相関に転じたことも、両者と逆相関にある円の安全通貨としての推移を支援した可能性がある。
- ▶ 今後以上の要因が大きく崩れ、円の安全資産としての位置付けがすぐに大きく後退する可能性は現時点では小さいとみる。一方、最近みられつつあるグローバリゼーションの後退やインフレ高止まり長期化のリスクが万一大きく顕在化すると、2000年代半ばに円が安全通貨としての推移を強める背景となった要因に影響が及ぶ可能性は否定できない。現時点では過渡的な段階とみられるが、特に2022年初からは米株価と米金利の大局的な順相関が崩れる兆候もみられている。
- ▶ 万一こうしたリスクシナリオが大規模に顕在化した場合、円の安全通貨としての 推移が後退する事態にもなり得る点は留意しておく必要があろう。

はじめに

近年の外国為替市場では、市場のリスク選好地合い、あるいはリスク回避地合いが為替レートの重要な変動要因となっている。様々な通貨の中で、日本円は米ドルやスイス・フランと並ぶ主要な安全通貨とされており、円相場の動向をみる上でも、市場の地合いがリスク選好にあるのか、あるいはリスク回避にあるのかが重要な要素となる。言うまでも無く安全通貨とは市場がリスク回避的な状況になると、安全な資金の逃避先として資金が流入し、増価する通貨である。2020年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る~為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証」」などでは、これまで為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証として、ドルサイクルの変動メカニズムに焦点を当てて来た。本稿では、ドルサイクルとドル円相場の関係や、循環論の観点からのドル円相場の変動メカズムを考察するための手掛かりとして、まず円相場の循環論的変動の重要な要素となっている安全通貨としての円の動向やその背景について検証した。

1. 安全通貨について

株式、債券、為替、商品先物など世界の金融市場は、日々発表される各国の経済指標や様々な事件・イベントなどの、経済や金融市場への影響を織り込んで変動している。一般にそうした経済指標やイベントが景気にとってプラスとなる場合、金融市場は積極的にリスクを取って高いリターンを目指す方向へ反応し、ハイリスク・ハイリターンの資産へ資金が流入する。逆に景気にとってマイナスとなる場合、金融市場はそうした取引を解消し、ローリスク・ローリターンの資産へ資金が流入する。近年、市場参加者の間では、前者のような場合をリスク選好(リスクオン)的な状況、後者のような場合をリスク回避(リスクオフ)的な状況と呼ぶことが一般的となっている。リスク選好的な状況では、リスク資産である株式の価格や商品相場が上昇すると共に、債券価格が下落して金利は上昇。リスク回避的な場合はその逆の動きとなる。

クロスボーダーで多額の投資マネーが行き交うようになった今日の金融市場では、世界的に景気が拡大して市場がリスク選好的になる場合、多くの国の株価や金利が同時に上昇することはしばしばあり、全ての国の株価や金利が同時に上昇することも不可能で

^{1 2020} 年 4 月 2 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る~為替レートの変動メカニ ズムにおける循環論の検証~」

はない。この点、為替市場でも、ある国の経済が好転する材料が発表されると、他の条件にして一定の場合、当該国の資産に資金が流入してその通貨価値は上昇する。もっとも、為替レートは各国の通貨の相対価値であるため、全ての国の通貨価値が同時に上昇することは不可能であり、ゼロサムであることにその特徴がある。例えば世界的に経済状況が好転した場合でも、必ず相対的に上昇する通貨と下落する通貨が存在することになる。

こうした為替レートの変動の特徴は、ノーベル経済学賞受賞経済学者であるロバート・マンデル氏が、かつて「N-1 問題」として指摘していた。世界の国の数が N ある場合、金融政策や通貨の数も N となるが、国際収支や為替レートの数は二国の間のものであるため N-1 となる。仮に各国が金融政策などで自国にとって最適な為替レートや国際収支を達成しようとした場合、理論的には少なくとも 1 国 (N 番目の国) は想定通りに達成できないことになる。

昨今の為替市場における安全通貨は、この「N番目の通貨」と位置付けることもできよう。安全通貨は、市場のリスク選好・回避の振れにおいて、多くの通貨とは逆方向に変動する。例えば、世界景気が後退局面となり市場がリスク回避的となる局面では、各国が金融緩和を行う。通常はそれに応じて通貨も減価して金融緩和効果が支援されるが、安全通貨の場合はむしろ当該通貨が相対的に増価して逆方向へ作用する。当然、世界景気の拡大局面ではちょうど逆の動きとなる。つまり、安全通貨を持つ国では、為替レートの変動は景気変動を増幅する方向へ作用してしまうことになる。

2. 安全通貨としての円相場

(1) 値動きから検証する安全通貨としての円相場

一般に近年の為替市場では、日本円は米ドルやスイス・フランと並んで安全通貨とみられている。ここでは、まず円相場を中心に実際に安全通貨として変動しているかを、値動きから改めて確認する。当該通貨が安全通貨的な動きをしているかどうかについては、米国S&P500株価指数との相関を基準に考える。米株価指数が上昇している場合は、世界の株価指数も連動して上昇し易く、世界的に金融市場は概ねリスク選好の地合いにあり、逆に下落している場合は概ねリスク回避の地合いにあるとみることができよう。ある通貨が米株価指数と逆相関の傾向にある場合、同株価指数が下落(上昇)するリスク回避(選好)的な状況では、当該通貨は上昇(下落)する傾向にあることから、安全通貨とみることができる。

第1図は、円の名目実効為替レートと米国 S&P500株価指数の実際の推移を、1994年

以降についてみたものだ。第2図は、両者について日次ベースデータに基づき、1ヵ月ウィンドウのローリング相関係数の1年移動平均、及び2年ウィンドウのローリング相関係数を計算したものだ。1ヵ月ウィンドウの相関係数は、1ヵ月程度の短期の時間軸で両者の相関をみたものであり、細かい変動を均して趨勢をみるため1年移動平均をとっている。2年ウィンドウはより長めの期間の相関をみたものだ(細かい変動をしないため移動平均は取っていない)。2年ウィンドウの相関係数がプラスの時期も部分的にはあるが、両相関係数とも2000年代半ば以降を中心に足元までマイナス傾向となっている。総じて近年の円相場と米株価指数は逆相関の傾向にあり、円相場は大局的に米株価指数などが下落するリスク回避的な局面で上昇し易い安全通貨の動きをしているとみることができよう。

第1図:円の名目実効為替レートと米 S&P500 株価指数



(注)円の名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。

(資料) Bloomberg

第2図:円の名目実効為替レートと米株価指数の相関



(注)円の名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。

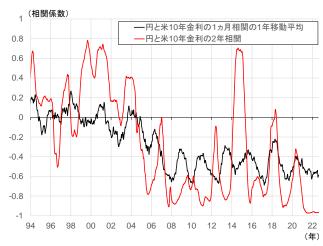
(資料) Bloomberg

円相場は、米 10 年金利とも高い逆相関関係を有している。第 3 図は円の名目実効為替レートと米 10 年金利の実際の推移を、第 4 図は円の名目実効為替レートと米 10 年金利について、日次ベースデータに基づき、1 ヵ月ウィンドウのローリング相関係数の 1 年移動平均、及び 2 年ウィンドウのローリング相関係数を、それぞれみたものだ。米株価指数のケースと同様、相関係数は 2000 年代半ば以降を中心に足元までマイナス傾向となっている。米株価指数が下落し、米 10 年金利も低下するようなリスク回避的な局面では円相場は上昇する傾向にあることになり、やはり安全通貨的な動きをしていると言えよう。

第3図:円の名目実効為替レートと米10年金利



第4図:円の名目実効為替レートと米10年金利の相関

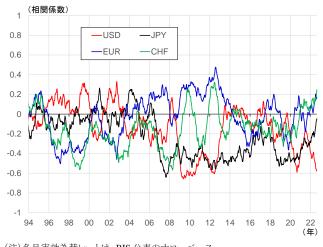


(注)円の名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。 (資料) Bloomberg

(資料)Bloomberg

次に他の通貨の変動との比較のため、第5図は主要通貨や安全通貨である米ドル、日本円、ユーロ、スイス・フラン、第6図は比較として代表的な資源国通貨・新興国通貨である豪ドル、韓国ウォン、ブラジル・レアル、タイ・バーツの各名目実効為替レートについて、それぞれ米 S&P500 株価指数との1ヵ月ウィンドウのローリング相関係数の1年移動平均をみたものだ。

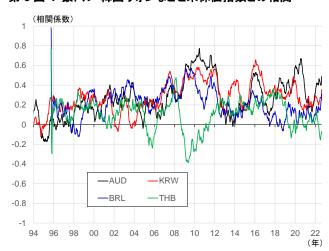
第5図:ドル・円・ユーロ・スイスフランの米株価指数との相関



(注)名目実効為替レートは、BIS 公表のナローベース。

(資料)Bloomberg

第6図:豪ドル・韓国ウォンなどと米株価指数との相関



(注)名目実効為替レートは、AUD、KRW はBIS 公表のナローベース、BRL、

THB はブロードベース。

(資料) Bloomberg

第5図では、時期によって変動はあるものの、日本円や米ドル、スイス・フランは、2000年以降を中心にユーロと比べて相関係数がマイナス傾向で推移しており、米株価指数と逆相関の傾向が強く安全通貨の性質を有していることを確認できる。特に円は先

にみたように、2000 年代半ば以降に逆相関が強まると共に、2010 年代以降は米株価指数との逆相関がドルやスイス・フランと比べても強い傾向があった。一方、第6図の豪ドル、韓国ウォン、ブラジル・レアル、タイ・バーツをみると、日本円や米ドルとは逆に相関係数は軒並みプラス傾向で米株価指数と順相関となっており、リスク選好時に上昇し易く、リスク回避時に下落し易いことを確認できる。通貨によって、こうした変動パターンの非対称性がある中、円は典型的な安全通貨として変動していることを改めて確認できよう。

(2) ファンダメンタルズから検証する安全通貨としての円相場

一般にある通貨が市場から安全通貨として位置付けられるファンダメンタルズの要件としては、経常黒字国や対外純債権国で対外バランスが良好なこと、インフレ率も相対的に低いという意味で通貨価値も安定していること、また原則資本規制も無く取引が自由なハードカレンシーで、市場の流動性も高いことなどが挙げられる。また定性的な要素であるが、政治・経済・社会が安定した民主主義国・法治国家・先進国で、政策運営の透明性が高いことなども挙げられる場合がある。

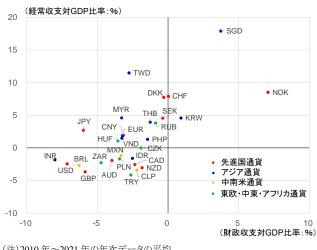
第7回~10回は、このうち対外バランスやインフレ率・金利水準などの経済ファンダメンタルズ・データについて、先進国通貨、アジア通貨、中南米通貨、東欧・中東・アフリカ通貨を保有する主要な国々を相対的に比較したものである²。各データは、ある特定の時期のデータの振れの影響を排除して趨勢的・構造的な状況をみるために、2010年~2021年までの平均値を使用した。特に安全通貨の保有国である日本、スイス、米国の相対的な位置取りに焦点を当ててみる。

まず第7図は、財政収支と経常収支の対名目 GDP 比率をみたものだ。右上に位置する国(通貨) ほど財政黒字や経常黒字が GDP 比で高い水準にあることを示している。 スイスは高い経常黒字水準にあり、財政も多くの国が赤字基調の中で収支トントンと相応に頑健であるが、シンガポールやノルウェーほど頑健ではない。日本は財政赤字が大きく、米国は大幅な双子の赤字であり、これらの観点からは頑健とは言えない。第8図は経常収支と対外純資産額の対名目 GDP 比率をみたものだ。経常黒字傾向の国は、対

² 各通貨(国)の表示は以下の通り。AUD(オーストラリア・ドル)、BRL(ブラジル・レアル)、CAD (カナダ・ドル)、CHF(スイス・フラン)、CLP(チリ・ペソ)、CNY(中国人民元)、CZK(チェコ・コルナ)、DKK(デンマーク・クローネ)、EUR(ユーロ)、GBP(英ポンド)、HUF(ハンガリー・フォリント)、IDR(インドネシア・ルピア)、INR(インド・ルピー)、JPY(日本円)、KRW(韓国ウォン)、MXN(メキシコ・ペソ)、MYR(マレーシア・リンギット)、NOK(ノルウェー・クローネ)、NZD(ニュージーランド・ドル)、PHP(フィリピン・ペソ)、PLN(ポーランド・スロチ)、RUB(ロシア・ルーブル)、SEK(スウェーデン・クローナ)、SGD(シンガポール・ドル)、THB(タイ・バーツ)、TRY(トルコ・リラ)、TWD(台湾ドル)、USD(米ドル)、VND(ベトナム・ドン)、ZAR(南アフリカ・ランド)

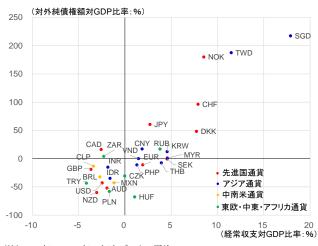
外純資産も積み上がっている傾向があり、散布図は緩やかな右上がりの相関がある。日本とスイスは、シンガポールや台湾ほどではないが、他の多くの国に比べて経常黒字・対外純資産共に積み上がっており、対外バランス面では、相応に頑健な性質を備えている。一方、米国は経常赤字・対外純債務国であり、この点では頑健とは言えない。

第7図: 各国の財政収支と経常収支の対 GDP 比率



(注)2010年~2021年の年次データの平均 (資料)IMF

第8図: 各国の経常収支と対外純資産額の対 GDP 比率

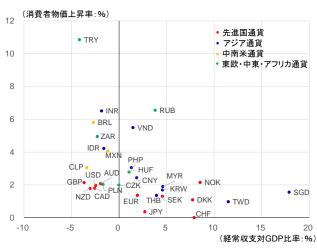


(注)2010 年~2021 年の年次データの平均 (資料)IMF

第9図は、経常収支対名目 GDP 比率と消費者物価の前年比をみたものだ。散布図には緩やかな逆相関がみられており、経常黒字国はインフレ率が低い傾向がある。近年先進国を中心にインフレ率目標は2%に置かれることが一般的になっているが、経常黒字国の実際のインフレ率は2%を下回る傾向がある3。特に日本とスイスは経常黒字国の中でもインフレ率が低い傾向があり、特別なディスインフレ傾向があることを確認できる。一方、米国の消費者物価は2%近辺で推移している。第10図は、消費者物価の前年比と国債10年金利をみたものだ。散布図には緩やかな順相関がみられており、インフレ率の高い国は金利水準も高い傾向にある。インフレ率が最も低い日本とスイスは、金利水準も最も低くなっている。一方、米国はインフレ率も10年金利水準も2%近辺にあり、概ね平均的な水準となっている。

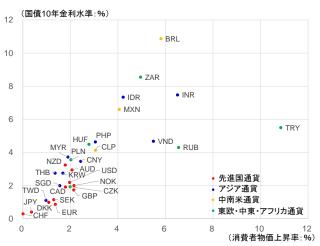
^{3 2021} 年半ば頃から、コロナショックやウクライナ紛争による供給制約などから、多くの経常黒字国のインフレ率も 2%を大きく超えて上昇し始めたが、ここでのデータ (2010 年~2021 年の平均) には大きな影響は及ぼしていない。

第9図: 各国の経常収支対 GDP 比率と消費者物価前年比



(注)2010年~2021年の年次データの平均 (資料)IMF

第 10 図: 各国の消費者物価前年比と国債 10 年金利



(注)消費者物価は 2010 年~2021 年の年次データ、金利は日次データの平均 (資料) IMF、Bloomberg

第11 図は各通貨の取引における流動性をみるために、国際決済銀行 (BIS) による世界の為替市場の取引高調査の直近 2019 年版に基づく通貨別の取引高シェアをみたものだ。米ドルは 44.2%で取引高シェア 1 位、日本円は 8.4%でユーロに次いで 3 位、スイス・フランは 2.5%で 7 位となっている。日本円やスイス・フランは、米ドルと比べて取引高は小さいが、その他多数の通貨に比べれば相応の取引高シェアを占めており、相応の取引流動性もあると考えられる。

第 11 図 : 世界の為替市場における取引高上位 20 位通貨とシェア

(%) **USD** 44.15 CNY 0.86 2.16 MXN **EUR** 16.14 **HKD** 1.77 INR 0.86 JPY 8.40 NZD 1.04 RUB 0.55 **GBP** 6.40 SEK 1.02 ZAR 0.55 **AUD** 3.38 KRW 1.00 TRY 0.54 0.54 CAD 2.52 SGD 0.90 BRL CHF 2.48 **NOK** 0.90 |その他 3.85 100.00 計

(資料) BIS の 2019 年版世界為替市場調査

以上から、安全通貨である日本円とスイス・フランは、対外バランスは相応に頑健であり、取引額シェアからも一定の流動性があると共に、インフレ率と金利は最も低水準となっており、ファンダメンタルズ面からは総じて安全通貨となり易い素養を備えている。特に両通貨は、低インフレ・低金利に最も特徴があることからも、これらが安全通

貨的な動きの大きな要因になっている可能性を窺わせる。

低インフレの通貨は、通常低金利でもあるため、世界景気の拡大局面で市場がリスク 選好的な地合いにおいては、高金利通貨との金利差も拡大し易い。低金利の通貨を調達 して高金利の通貨で運用し金利差益を得ようとするキャリー取引が増加する結果、自己 実現的な為替差益も発生し、これらの取引をさらに呼び込み、安全通貨・低金利通貨の 減価と高金利通貨の増価に拍車がかかることになる。逆に市場がリスク回避的な地合い になると、こうした取引が巻き戻される結果、安全通貨・低金利通貨が増価し、高金利 通貨が減価する。日本円とスイス・フランが安全通貨たる所以は、経常黒字国であるな どファンダメンタルズの頑健さも去ることながら、同時にそうしたファンダメンタルズ を要因として低インフレ・低金利であることで、これら通貨がキャリー取引の調達通貨 となっていることが大きいと考えられる。

一方、米ドルについては、データ上、対外バランスは頑健とは言えず、日本円などのような低金利傾向もみられない。しかし、2008年のリーマンショックや2020年のコロナショックのような金融市場の異変の際に資金が逃避して増価する傾向や、取引量シェアからみられる流動性の高さからも、米ドルについては、基軸通貨としての特別な地位・プレミアムが、安全通貨として推移する背景になっていると推察される。

3. 2000 年代半ばから円の安全通貨としての推移が強まった背景

ここまでみて来て気が付くことは、円と米株価指数との逆相関、つまり円の安全通貨としての性格が強まったのは、2000 年代半ば頃からという点だ。こうした現象の背景に着目することは、円が安全通貨として推移する要因や、今後の持続性を考える上でも重要なヒントになると考えられる。

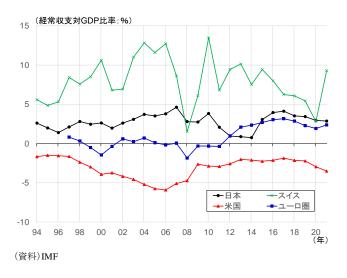
(1) 安全通貨としてのファンダメンタルズ要因の推移

まず、前節でみた安全通貨としての位置付けと関連があり得る基本的な経済ファンダメンタルズの推移を、日本円を中心に時系列にみると、日本の経常収支対 GDP 比率は1990 年代より概ね3%近辺を挟んだ推移が続いており、特に2000 年代半ば以降も大きな変動は無い(第12図)。対外純資産額対 GDP 比率も、経常収支の積み上がりで緩やかな上昇基調にはあるが、2000 年代半ばで急激な上昇があった訳ではない(第13図)。このように対外バランス面では、特に2000 年代半ばに大きな変化はみられていない。

次にいくつかの国の10年金利の動向をみると、各国共1990年代から緩やかな低下基調で、各国の対日金利差も同様に緩やかな縮小傾向にあり、2000年代半ば前後で顕著

な水準の変動はみられていない(第14、15図)。但し、緩やかでも趨勢的な金利の低下が、投資家により利回りの高い資源国・新興国の金融資産へ目を向けさせ、後で述べるようにこれが円の安全通貨としての推移を支援する材料となった面はあろう。この時期、金融政策に関しては利上げに向かう中銀が増える中で、日銀による本格的な金融引き締めと円金利の上昇が当面見込み難いことが改めて認識されたことも、日本円が調達通貨、結果的に安全通貨としての推移を強める要因の1つになったのではないかとみている。因みに、2010年代には各国の金利はさらに低下しており、対日金利差に着目した円キャリー取引にとって向かい風となり、市場のリスク選好・回避の振れに伴う円安・円高の変動が以前よりも起こり難くなる一因となった可能性はあろう。

第 12 図 : 経常収支対名目 GDP 比率



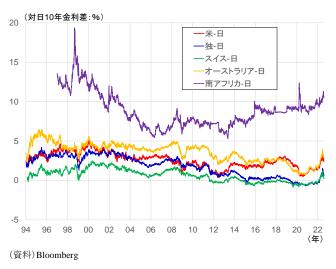
第 13 図 : 対外純資産対名目 GDP 比率



第 14 図 : 国債 10 年金利



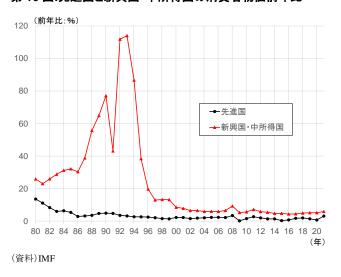
第 15 図: 対日 10 年金利差



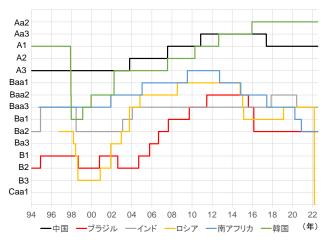
(2) ドルの変動の受け皿となり易くなった資源国・新興国通貨

投資家の資源国・新興国の金融資産への投資需要に対しては、前節でみた世界的な金利水準の低下に加えて、これらの国々の経済が 2000 年代以降次第に安定して来たことも支援要因になったと考えられる。2000 年代初頭までは、まだ新興国では金融危機が相次ぎ、世界的に資源・商品価格も低迷していたことなどを背景に、資源国・新興国は依然経済が安定していない傾向があった。もっとも、金融危機後の経済構造改革の進捗や、グローバリゼーションの進展による世界経済の拡大と資源・商品価格の上昇などから、2000 年代以降、資源国・新興国の経済状況の好転が次第に明確となった。実際、新興国・中所得国の消費者物価上昇率は、1990 年代までは先進国と比べて大幅に高く、通貨価値が不安定であった国も少なくなかったが、2000 年代以降は次第に低位安定して行った(第 16 図)。主要な新興国の外貨建てソブリン格付(Moody's)の推移をみても、2000 年代は引き上げ傾向が顕著だ(第 17 図)。

第 16 図:先進国と新興国・中所得国の消費者物価前年比



第 17 図: 主な新興国の Moody's 外貨建てソブリン格付推移



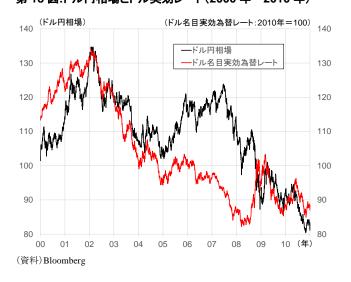
(注)ロシアは 2022 年 3 月 6 日付で Ca へ格下げ後、3 月 31 日に格付け停止。 (資料) Moody's

為替市場では、資源国・新興国の経済状況改善に対する市場の認識が浸透する前の2000年代前半頃までは、資源国・新興国通貨は主要な投資対象としては選ばれ難く、ユーロや円が、ドルの上昇・下落の主要な受け皿になり易かったと考えられる。しかし、2000年代後半以降になると、資源国・新興国の経済状況の改善が市場に浸透して投資対象として選ばれ易くなり、次第に資源国・新興国通貨もドルの上昇・下落の受け皿となり得るようになったとみている。為替市場全体のバランスから、低金利の円はドルの変動の受け皿としての役割が薄れる方向となり、むしろドルと連動して動き易くなったとみられる。この間ドルに次ぐ取引規模を持つユーロは、ドルの対極の通貨として引き

続きドルの変動の主要な受け皿となり続けた。こうした動きは、既述の通り、投資家に よる資源国・新興国の高い利回りを求める動きにも支援されたと思われる。

実際 2002 年末頃からリスク選好の下でドル安が進む中では、円がその主要な受け皿 の 1 つとなり、2004 年末頃まではドル円相場も円高ドル安方向で推移していた(第 18 図)。しかし、2005年初頃からはリスク選好の下で尚も大局的なドル安が進む中、円は そのドルを上回って下落するようになり、ドル円相場がドル高円安に転換すると共に、 ユーロや資源国・新興国通貨の上昇がより顕著となった。その後 2007 年夏のサブプラ イム・ショック発生で市場がリスク回避に転じると、それまでの取引が巻き戻され、大 幅な円高が発生した。以後円相場は、市場のリスク選好・回避の振れに伴い、基本的に ドルと連動し易く、安全通貨的な動きをみせて来た4。こうした 2000 年代半ば頃の円相 場の変動パターンの転換は、円の名目実効為替レートと米株価指数の推移をみると明瞭 だ (第 19 図)。

第 18 図:ドル円相場とドル実効レート(2000 年~2010 年)



第 19 図: 円名目実効レートと米株価指数(2000 年~2010 年)



(資料) Bloomberg

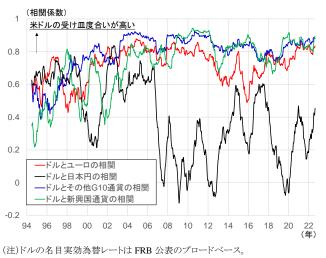
この間の実際の各通貨の変動を確認してみよう。第20図は、1米ドルあたりの日本 円とユーロの為替レートと、ドルの名目実効為替レートの1ヵ月ウィンドウのローリン グ相関係数の 1 年移動平均をみたものだ。その他 G10 通貨指数と新興国通貨指数は、 各構成通貨の 1 米ドルあたりの為替レートをそれぞれの為替取引高シェアをウェイト に用いて作成した合成指数で、同様に各通貨指数とドルの名目実効為替レートの相関係

⁴ 但し、前掲の 2020 年4月2日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る〜為替い トの変動メカニズムにおける循環論の検証~」でも指摘しているように、米ドルは安全通貨の性質と共 に、米国経済が米国以外の経済よりも好調な形で拡大する場合は、リスク選好的に上昇する。その場合、 日本円はリスク選好で下落するためドルと円の連動性は低下し、ドル高円安が大きく進むことになる。

数をみている5。それぞれの相関係数が 1 に近く順相関が高いほど、当該通貨や通貨指 数(通貨グループ)がドルの上昇に伴いドルに対し下落していることを意味し、ドルの 上昇・下落の受け皿度合いが高い(=ドルと反対方向に動く)ことを意味する。

これによると、日本円は、2000年代半ば頃から相関係数が大きく低下しており、ドル との連動性を高めている (ドルの変動の受け皿度合いが低下)。逆に特に新興国通貨指 数の相関係数が、2000 年代後半以降上昇しており、代わりにドルの変動の受け皿にな り易くなった可能性が示唆される。また、代表的な個別の資源国・新興国通貨のドルと の相関係数の推移を同様の手法で確認すると、やはり 2000 年代後半以降、相関係数が 上昇傾向にあり、ドルの変動の受け皿として動き易くなった傾向が窺われる(第21図)。 以上のように 2000 年代半ば以降、円がドルとの連動性を高めて安全通貨として推移し 易くなった背景には、資源国・新興国通貨がドルの変動の受け皿の役割を一部担うよう になったことがあることを、実際のデータからも確認できよう。こうした状況は、別の 角度からみれば、これら資源国・新興国通貨の対円相場(クロス円相場)が上昇してお り、円売り資源国・新興国通貨買いも増加していた可能性を示唆するものだ。

第20図:米ドルと各通貨・通貨カテゴリーの相関



(資料) Bloomberg

第 21 図: 米ドルと主な資源国・新興国通貨の相関



(注)ドルの名目実効為替レートは FRB 公表のブロードベース。

(資料)Bloomberg

(3) 2000 年代以降の米株価指数と米金利の順相関の強まり

既述の通り、円の名目実効為替レートは、2000 年代半ばに安全通貨としての推移を

⁵ その他 G10 通貨指数の構成通貨は、GBP、CHF、CAD、AUD、NZD、SEK、NOK、DKK。新興国通貨 指数の構成通貨は、CNY、HKD(香港ドル)、KRW、SGD、MXN、INR、RUB、ZAR、TRY、BRL、 TWD、PLN、THB、IDR、HUF、CZK、ILS (イスラエル・シュケル)、CLP、PHP、AED (UAE ディルハ ム)、COP (コロンビア・ペソ)、SAR (サウジアラビア・リヤル)、MYR。取引高シェアは、国際決済銀 行による 2019 年版世界為替市場取引高調査に基づく。

強めて以降、米株価指数と米 10 年金利と逆相関の傾向を強めて来た。これは米株価指数と米 10 年金利が大局的に順相関にあったことを意味する。実際両者の推移と、1 ヵ月ウィンドウのローリング相関係数の1年移動平均、及び2年ウィンドウのローリング相関係数をみると、2000年代以降、大局的に順相関関係にあったことを確認できる(第22、23 図)。

第 22 図:米 S&P500 株価指数と米 10 年金利



第 23 図:米 S&P500 株価指数と米 10 年金利の相関係数



もっとも、それ以前は大局的に逆相関の傾向にあったことが注目される。株価と金利の大局的な相関関係については、様々な解釈・解説があり得るが、1 つの説明として、両者が順相関になるのは、金利上昇が景気や企業収益の拡大といった前向きな要因を反映したものである場合だ。金利上昇自体は株価にとってマイナスだが、それを上回る利益成長が見込めるためだ。一方、両者が逆相関になるのは、インフレリスクなど先行き不透明感が高まり、金利がリスクプレミアムの増大によって上昇するような状況だ。この場合は、景気拡大や企業収益の拡大によるプラス要因が、金利上昇によるマイナス要因を相殺し切れず、株価は金利上昇を嫌気して下落する。オイルショックなどのあった1970年代から1980年代にかけては、世界的にインフレ圧力が高まり経済成長も鈍化傾向にあり、金利がそうした状況に伴う先行き不確実性を織り込んだリスクプレミアムの変動に左右され易かった可能性が窺われる。1990年代にはインフレ率は特に先進国で落ち着いて来たが、金融市場にはまだ1980年代までの慣性が働いていたことはあり得よう。2000年代以降は、インフレ率の安定や新興国を含めた世界経済の順調な拡大を受け、金利は景気拡大など前向きな要因を反映して上昇する傾向が強くなり、米株価指数と米10年金利も大局的な順相関に転じたと考えられる。

このように 2000 年代以降、米景気・世界景気が拡大(後退)する局面では、基本的に米株価指数と共に米金利も上昇(下落)するようになり、両者と逆相関で推移し易い日本円が、2000 年代半ば以降、安全通貨としての推移を強める 1 つの背景になっていた可能性を指摘できよう。

4. まとめ~円の安全通貨としての推移は今後も続くか?

以上のように、円の安全通貨としての推移は、特に 2000 年代半ば以降強まって来た。 本稿では以下の要因がその背景にある可能性を指摘した。

① まず日本の構造的な経常黒字など対外バランス面の頑健性や低金利、日本円の取引 流動性の高さなどが素地として元々あった。

もっともそれ以上に、

- ② 2000 年代以降の世界的なインフレ率と金利水準の低下傾向により、欧米の投資家などが、より高利回りの資源国・新興国の金融資産に目を向けるようになった。
- ③ そうした中で、当時資源国・新興国の経済が安定化しつつあり、これらの国々の金融資産の投資対象としての魅力が利回りの高さからも向上。2000 年代半ば頃から、為替市場ではリスク選好時のドルの下落の受け皿として資源国・新興国通貨の役割が高まる方向となった一方、代わりに当時改めて低金利の長期化が認識されていた円の受け皿としての役割が低下し、円がドルとの連動性を強めると共に、安全通貨的な動きも強めて行った。
- ④ また、2000 年代以降、米株価指数と米金利、そして景気の大局的な順相関が強まった。世界景気の順調な拡大とインフレ率の低下により金利に織り込まれるリスクプレミアムが低下した可能性が考えられるが、これらと逆相関にある円が、両者が上昇するリスク選好的な局面で下落、リスク回避的な局面でのその巻き戻しとして上昇する後押しとなった。

こうした要因が大きく崩れ、円の安全通貨としての位置付けがすぐに大きく後退する 可能性は現時点では小さいとみている。しかし、昨今こうした要因の一部を将来的に変 化させ得る事態が発生しつつある点には留意が必要だ。

まず①の経済ファンダメンタルズについては、円のユーロに次ぐ取引高シェアや流動性は当面維持できよう。資源価格の上昇などにより日本の貿易収支は足元赤字が拡大傾向にあるが、第一次所得収支黒字の安定から、経常収支は黒字を維持しており、対外純資産も引き続き相対的な高水準を維持しそうだ。既述の通り、そもそもこうした要因は

2000 年代半ばに日本円が安全通貨として推移し始めたことの直接の要因ではなかった とみられる。また、日本の相対的な低インフレや低金利も続いて行きそうで、当面日本 のファンダメンタルズ要因が変化の切っ掛けにはなり難いとみている。

一方、最近みられつつあるグローバリゼーションの後退やインフレ高止まり長期化のリスクが万一大きく顕在化すると、2000年代半ばに円が安全通貨としての推移を強める背景となった、②~④の要因に影響が及ぶ可能性は否定できない。まず世界的な低インフレ・低金利時代が終焉し、新興国経済が変調を来たす状況になると、資源国・新興国通貨のドルの変動の受け皿としての役割の後退につながり得る(②・③の要因の後退)。

特に足元既に変調がみられているのが、④の米株価指数と米金利の順相関関係の後退の兆しだ。2022 年以降、米金利上昇を嫌気して米株価は下落基調にあり、両者は一時的に逆相関が強まる方向にある(第 21 図)。円の名目実効為替レートは上昇する米 10 年金利との逆相関が維持されて下落した結果、下落している米株価とは順相関となっており、リスク回避局面で下落しているかのような動きとなっている。

もちろん今後インフレの沈静化が進み、FRB の金融政策や金利の変動が従来の状態に戻れば、再び株価と金利の順相関が回復すると見込まれ、現在はまだ過渡的な段階に過ぎない可能性が高い。しかし、万一こうしたリスクシナリオが大規模に顕在化した場合、円の安全通貨としての推移が後退する事態にもなり得る点は留意しておく必要があろう。

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。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs(公益財団法人 国際通貨研究所)

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:<u>admin@iima.or.jp</u> URL: <u>https://www.iima.or.jp</u>