



2017年9月5日

「有事の円買い」と「国債の希少性」

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

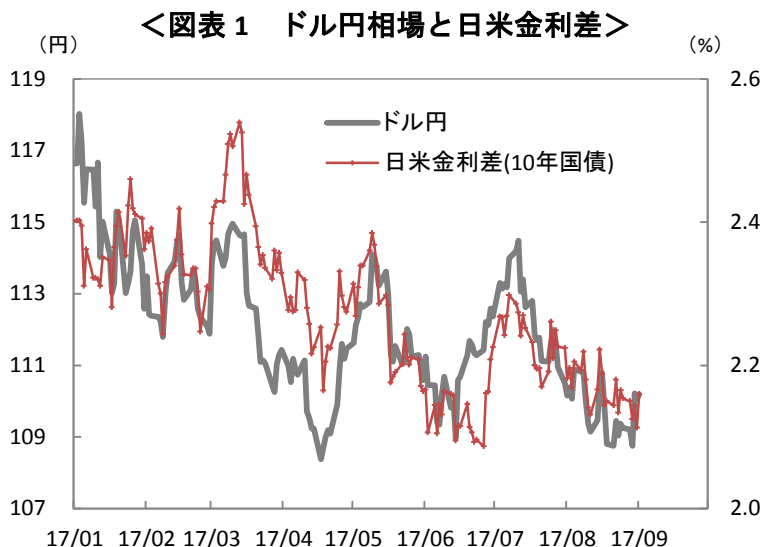
金融市場は時として自己実現的に動く。その良い例が今の円高進行であろう。例えば、円相場は対ドルで9月4日（月）の東京時間早朝に大幅上昇し、マーケット用語で言うところの「窓を開けて」¹オープンしたが、この値動きについて、同3日（日）に核実験成功を発表した北朝鮮情勢を受けて「有事の円買いが進んだ」という解説が少なからずあった。ケインズの言う「美人投票」の原理で動く市場では、ロジックの正誤よりも、ともあれ今の流れに乗らざるを得ないという群集心理的な追従行動が優先されるため、「北朝鮮有事で円が選好される」という理論的には納得し難い解説も、結果的に一定のリアリティをもってしまふ。

「有事の〇〇買い」という表現には、リスク回避志向が強まった結果の逃避行動という含意がある。しかし、リスク資産の筆頭である株価は現在、若干の調整が入りつつも特に米独等では歴史的な高値水準を維持しており、北朝鮮有事でグローバルに投資家の安全志向が強まったと結論するには無理があるだろう。むしろ、仮にこの先、リスク回避が本格化し、更には信用収縮へ進むような深刻かつ危機的な市場環境になれば、長年に及ぶ経常黒字の蓄積で世界最大の純対外資産保有国になっている日本では、資本の母国回帰（レパトリエーション）が発生し、円に対して増価圧力がかかる展開を理論的には理解できる。あるいは、そこまでのレベルには至らずとも、いわゆる「円キャリートレード」の巻き戻しなどが規模を伴って発生する可能性はあるかもしれない。しかし、現在の金融市場は全くそうした段階にはなく、依然として「ゴルディオロック（熱からず寒からずの適温）相場」を享受している。金融現象として現在、「有事＝資本逃避が必要」だと本気で考えている向きは極めて少数であろう。

力説するまでもないが、地政学的リスクが高まると「安全通貨の円が買われる」という認識は、全くの事実誤認である。そもそも円が「安全通貨」なのか大いに疑問であるし、ましてや、今回事変の震源は北朝鮮にあり、そこから発射されたミサイルが本土上空を通過するような国の通貨が安全だから選好されるという解説は、ロジックも説得力も欠落している。では、なぜ今、円が買われているのか？筆者は、円高を促す目下の

¹ ある取引日の終値と翌取引日の寄り付き価格等に格差が生じること。チャート上、連続性が途切れ、ぽっかり空間が開いているように見えることから「窓が開く」などと表現される。今回のケースでは、9/1（金）のNY市場終値は110.25円水準であったが、週明け9/4（月）東京時間早朝の外国為替市場では109.25円で取引されるなど円が1円近く急上昇し、窓が開く形となった。

きな背景の1つがグローバルな低金利環境であり、主要国債の「希少性」が喧伝される中、円金利は相対的な低下余地が限られているために、図表1の通り、日米金利差縮小を反映する形で、円に対する増価圧力が高まっている、と考えている。



「円金利は相対的に低下余地が乏しい」ということについては、次のような複合要因が考えられる。1つは、世界的な低金利環境の下、米国も例外ではないという点である。FF金利引き上げの着地水準について、現在 Fed が想定するよりも相当低い水準に帰着する可能性を市場は織り込み始めている（2017年8月28日付け IIMA の目 [「低金利のインプリケーション」](#) ご参照）。2つめは、世界的な低金利環境を所与とすれば、現在の金利の絶対水準に鑑みても、また、日銀が推進する「イールドカーブ・コントロール（YCC）＝長期金利の目途を0%近傍に設定」に鑑みても、この先の円金利の低下余地は相対的に小さくなる、という点である。

日銀の YCC によって長期金利が（下方向にも）固定されているという点もさることながら、日銀の国債保有比率は現在 40%程度へ拡大し²、2013年4月以降の大量購入によって「日本国債の希少性」が際立ったものになっている可能性は否めず、これも「乏しい低下余地」の要因の1つといえる。もちろん、「国債の希少性」の背景には、①新興国による外貨準備の積み増し、②グローバル金融危機以降、特に欧米で安全資産の供給が減少したこと、③金融規制改革等に対応する動きなど、グローバルに共通する様々な要因が存在している。しかし、日本でのそれが際立っている背景には、温度差はありながらも超緩和政策からの出口戦略を進める欧米の金融政策運営の一方で、購入ペースを落としつつも「年間80兆円」という国債購入の看板を下ろさない日本サイドの政策対応もあるのではないかと。

こうして考えてみると、「これ以上円債を買えない＝これ以上円金利は下がらない」という認識が定着しつつあることが、金利差縮小の経路で円の増価圧力として作用し、目下の円高を引き起こしている、より本質的な背景に思われる。その限りにおいては、

² 日銀が6月に発表した2017年第1四半期・資金循環統計「国債等の保有者内訳（3月末時点）」によれば、日銀の保有比率は39.5%（残高427兆円）であった。鈍化したとはいえ現行ペースで国債購入が続くと仮定すれば、今年12月末時点での保有比率は42%程度となる見込み（筆者試算）。

円買いの流れが大きなトレンドに発展することも考えにくく、他方、Fed が利上げプロセスにあることも勘案すれば、米ドル金利の低下にも限界があり、円高進行はさして根の深いものにならないだろう。もっとも、それは今の「北朝鮮有事」が本当の意味で投資家心理を冷え込ませるような（＝上述した「資本の母国回帰」を引き起こすような）深刻な事態に発展しない、という但し書きつきでのことになるのだが。

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。