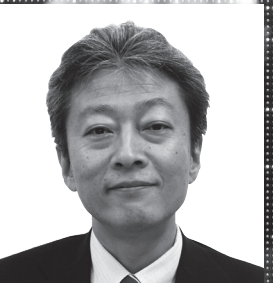


経営者目線で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

対しては、概ねドル高になっている。円もドルも買われているということである。

○日本は欧州に比べれば安全？

この原稿は8月末に書いているのだが、米韓

連載 第31回

有事に強い円？

産とみなされてきた。

時代はかわって、北朝鮮のICBMを契機に円高になっている。安全な資産として、円が買われていると、メディアは解説している。円高ということはドル安である。とはいえ、ドルが安全な資産ではなくなったわけではない。ドルは円に対して安くなっているが、他国の通貨に

の長期金利が低下することを意味する。長期金利とは、その国の国債の流通利回りなので、債券の買いが増えると、債券価格が上昇する＝金利低下である。

③日本の国債に資金が流れ、円高になる
外国の債券の問題は、流通量が少ないことである。このため、変動が大きくなるというリスクがある。その国の株式市場から債券市場に一気にお金が流れると、債券相場は上がり、金利は著しく低下する。これを避けるためには、株式を売って得た資金を、国債の発行残高の多い国の通貨に替えるのが合理的である。だから米国と日本の国債が買われることになる。日本は日銀が国債を400兆円以上買っているの、一時に比べれば市場は小さくなっているが、それでも流通量は多い。結果として円高になる。

④円キャリーの「巻き戻し」で、さらに円が上がる。

円キャリーについては8月号で説明したとおり、「低金利の円を借りて外国通貨に替え、その国の債券や株に投資する」というものである。円を売るので円安になる。外国の債券金利が高ければ投資収益が出るのだが、前記のように内外金利差が縮小すると、うま味がなくなる。だから新規の円キャリー借入れはなくなり、過去

に外国に投資されたお金が円に戻って返済されるだけになる。円高である。

○債券より通貨のほうがリスクが大きい

留意点が2つある。第一に、図に示したとおり、為替レートは債券金利と比べると変動幅が大きい。2014年1月以降でみると、ドルは円に対して最大2割高、ユーロは逆に2割安である。金利はこんなには変動しない。つまり、外国の債券に投資する際、金利変動リスクより為替変動リスクのほうが大きい。したがって、ある国が株安、金利安になり始めると、外国の投資家は為替変動リスクを嫌って一斉にその国の通貨を売り始める。結果として、言わばセオリーどおりに円高になる。

第二に、この動きはどこかで止まる。なぜかという、ある国が株安、通貨安になって資金が国外に逃げると、まず金利が上昇する。また株安の幅が小さい場合には、その国の株は「お買い得」になるので資金が株

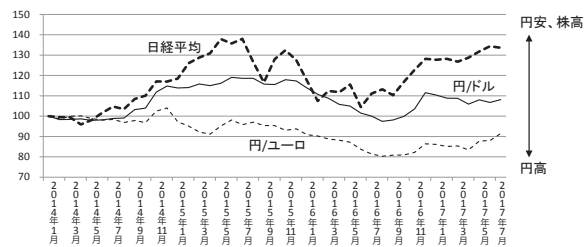


図 円/ドルレート、円/ユーロレート、日経平均の推移(2014年1月~2017年7月)
注: 2014年1月を100とした場合の変動を示す。

る大きな影響は出ていない。

米国は8月にイージス艦がマラッカ海峡でタンカーと衝突し、これで今年になって横須賀を基地とするイージス艦が2隻使えなくなった。とはいえあわてる感じはなくて、近々、米海軍全体を1~2日間「休み」にするようだ。休むと言っても有事には備えているはずで、防衛機能が停止するということではなさそうである。

日本と北朝鮮は近い。だから円、というより日本が安全だというマーケットの判断は理解に苦しむ。とはいえ、日本ではリスクは高まっているが顕在化していない。欧州は難民が大量に流入し、テロが続いている。これに比べればまだ安全なのかもしれない。

○円高への流れ

さて問題は、円は安全な資産だから買われているのかどうかという点である。メディアはそう言うが、私は違うんじゃないかと思っている。以下にその理由を示してみたい。まず基本的な流れとしては次のようになる。

①投資家はリスク(変動)を嫌って世界各国の株を売り、債券を買う。

ヘッジファンドのように、変動があるから収益を上げるといって投資家もいるが、年金など、多くの機関投資家はリスクを嫌う。だから世界情勢が不安定になると、どの国でも株が売られ、その国の債券が買われる。

②日本と外国の長期金利の差が小さくなる。

ある国の債券が買われるという事は、その国

式市場に戻ってくる。バランスが取れる、均衡点があるということである。だから通貨も株も暴落しないし、金利もそれなりに落ち着いていくことになる。ただしこの均衡点の価格や金利は、変動の前と同じ場所にはならない。新しい均衡点に収斂するということだ。

○円は「相対的に安全」

さて、このような検討をもとに、果たして円は安全な通貨とみなされているかどうかについて考えてみたい。

まず「安全」が「変動が小さい」ことであるとすると、円に限らずどの国の通貨も変動は大きいので安全とは言いにくい。つぎに、為替レートが下がりにくい、今後はむしろ上がる、つまり円高になることが安全の条件だとすると、円は安全である。何しろ、金利はゼロに貼り付いているので下がりがやがたない。日銀による官制為替相場である。これに対して、他の国の通貨は、金利低下を契機にレートが下がる。つまり減価する。それなら、円ではなくて別の国の通貨に交換してもよさそうだが、ユーロは図のとおり売られているし、他の通貨はマーケットが小さい。結果として、相対的に安全な円にお金が集まるという構図なのだろう。

怖いのは、「安全な円」が、円高予想とセプトになっているという点である。この世界では、皆が同じ予想をすると、しばらくその通りになる。ゼロ金利の継続が、景気を失速させるかもしれないということだ。