

PRAEVIDENTIA WEEKLY (8月31日)

「リスクオフ」の解体新書

＜要約＞

ロシア・ウクライナ情勢や米国によるイラク空爆などの「地政学リスク」を受けた「リスクオフ」が為替市場に一定の影響を及ぼしている。もっとも、金融市場では通常の経済ファンダメンタルズ要因からくる変動も起きていることから、地政学リスクを受けた影響が分かりにくくなっている。このため、そもそもの「リスクオン」「リスクオフ」が為替市場に及ぼす影響を3つに分類した上で、3種類の「地政学リスク」について特殊要因も考慮しつつ、一般的な「リスクオフ」に波及するチャネルを分析する。

「地政学リスク」の複雑さからくる為替市場への影響の複雑さ

ウクライナ・ロシア情勢の悪化や米国によるイラク空爆、そしてイスラエル・ガザ紛争やシリア内戦など、世界で複数の紛争が同時に起きており、これらは「地政学リスク」として為替市場に時折大きな影響を及ぼす。もっとも、通常の経済ファンダメンタルズ要因からくる変化と混在して起きるほか、「地政学リスク」関連ニュースに対する市場参加者の条件反射的反応（リスクオフ、有事のドル買い、質への逃避、安全資産買い、など）と、個別ケース毎に異なる実際の政治・経済・金融的影響とが食い違うこともあり、為替相場の反応を読みにくいのが実情だ。このため、まずいわゆる「リスクオン」「リスクオフ」とはどのような状態のことかを3つのケースに分類して整理した上で、オンからオフへの契機となる「地政学リスク」要因を個別ケース毎に分析し、為替市場の反応を整理してみよう。

「リスクオン」「リスクオフ」

地政学リスクの発生により「リスクオフ」になるには、まず前提として「リスクオン」の状態があることが必要だ。こうした「リスクオン」の状態は、3つの側面に分類して考えてみる。

(1) 経常黒字リサイクル

国際収支上、かつての日本のように貿易収支・経常収支が黒字の国は、その黒字分が海外へ証券投資や直接投資の投資されることになる。現在の世界全体でみれば、中国、中東産油国、ユーロ圏やスイスといった経常黒字国から、米国や新興国などの経常赤字国に対して、資金が流れる。これは「**経常黒字のリサイクル**」と呼ばれ、経常黒字国で蓄積される資金が効率的に資金不足の経常赤字国へ投資され上手くりサイクル（再利用）されることを示す。これは経常赤字国からみれば円滑な「**経常赤字ファイナンス**」となる。世界的に景気が拡大局面にあり、戦争や経済危機などの大規模なリスクイベントが生じていない場合には、こうして経常黒字国から経常赤字国へ資金が流れることによって、経常黒字国通貨が下落し、経常赤字国通貨が上昇する傾向がある。典型的な例では、経常黒字国通貨である円やスイスフランが下落し、経常赤字国通貨であるトルコリラ、南アランドなどの新興国通貨や、先進国通貨でもNZドル、豪ドルなどが上昇する傾向がある。

そこへ地政学リスクなど、何らかのリスクイベントが世界的に発生する場合、経常黒字国の投資家は、海外投資のリスクを恐れて自国に資金を回帰させる傾向が強まる（**ホームバイアス**の高まり）。こうして、経常赤字国に向かっていった経常黒字国の資金が経常黒字国へ逆流し、経常赤字国の通貨が下落する一方、経常黒字国の通貨が上昇することになる。この場合、トルコリラ、南アランド、NZドル、豪ドルなどが反落し、円やスイスフランが反発することになる。

なお、日本は東日本大震災以降、経常黒字が縮小し赤字化する月も増え、かつての「経常黒字国通貨」「安全通貨」としての性格はかなり弱まっているが、過去の経常黒字の蓄積である対外純資産はまだ大幅黒字であることから、平時の資本流出、危機時の資本還流という構図は残っている。

(2) キャリー取引

リーマンショック前の 2003 年頃から 2007 年頃の期間が典型的な例だが、世界的な好景気の中で米国をはじめとする主要国の中央銀行が連続的に利上げを行う中、為替市場を含む金融市場全般のボラティリティが低下に向かうと、金利差に着目し、低金利通貨を売却して高金利通貨を購入する所謂キャリー取引が活発化する。当時低金利に留まったのが円とスイスフランで、高金利通貨としてはブラジルレアル、インドネシアルピア、トルコリラ、南アランドなど多くの新興国通貨、そして先進国でも NZ ドルや豪ドルだけでなく米国や英国でも連続利上げが行われたことから円やスイスフランとの金利差が拡大し買われた。もともとは金利差の収益を狙う取引だが、実際に金利差に伴って低金利国から高金利国へ資金が流れ高金利国通貨が上昇し低金利国通貨が下落すると、金利差収益だけでなく為替差益も大きくなるという一石二鳥的な特徴がある。

これが地政学リスクなど何らかのリスクイベントが発生すると（当時の場合はリーマン破綻）、為替市場のボラティリティが上昇、為替相場変動からくる損失が金利差収益を上回るようになり、キャリー取引の妙味がなくなるため、取引が縮小されることになる。この結果、それまで買われていた高金利通貨が売られて反落、低金利で売られていた円やスイスフランが買い戻され反発する結果となる。

(3) 高リスク資産投資

世界的な景気拡大局面で投資家のリスクテイク能力が高まり、金融市場の取引も活発な状況だと、利回りが高いが低格付けの債券（ジャンク債）や、利回りが高いが市場流動性が低く転売が困難な仕組み債への投資が活発になる。為替市場では、経済や金融市場規模が小さく売買は機敏に行えないものの金利やリターンが高い発展途上国の株式・債券や通貨にまで投資家の触手が伸びることがある。

こうした際にある地域での地政学リスクが高まったり、何らかのリスクイベントが発生すると、投資家は金融市場取引の不活発化と流動性の低下を恐れ、こうした格付けが低く流動性の低い金融商品や通貨を売却し、格付けが高く流動性も高い金融商品や通貨に資金をシフトする動きが強まる（**質への逃避、流動性への逃避**）。為替市場では、マイナーな新興国通貨が売られ、先進国通貨（特に米ドル、ユーロ、円、ポンドなど）が買われる動きとなる。また、為替市場への間接的な影響チャンネルとして、高格付け・高流動性の金融商品の典型である米国債に資金が集まり米中長期債利回りが低下すると、米日金利差と連動性が高いドル/円相場に下押し圧力がかかる、という面もある。

「地政学リスク」の高まりを受けた「リスクオフ」

上述の 3 種類に分類した「リスクオン」が進行する中で、現在起きているロシア・ウクライナ情勢悪化や米国のイラク空爆などの地政学リスクが起きると、「リスクオフ」の逆流というかたちで「リスクオフ」の反応が為替市場で現れることになる。但し、一概に「地政学リスク」といっても、リスクの性格や影響が及ぶ範囲、そして為替市場に影響するチャンネルは様々であるため、以下では①ロシア・ウクライナ情勢、②米国のイラク空爆を含む中東情勢、そして忘れた頃にやってくる③北朝鮮情勢、について、為替市場への影響チャンネルと広範な「リスクオフ」への波及経路を纏める。

① ロシア・ウクライナ情勢

今回のウクライナ国内における親 EU 派と親ロシア派との対立に端を発したロシアによるクリミア自治州併合・ウクライナ東部におけるウクライナ政府と親ロ派との内戦の激化は、まず想起されたロシアからウクライナ経由の欧州への天然ガス供給の減少・価格急騰と欧州経済への悪影響というチャンネルは殆ど機能しなかった（ウクライナ情勢については 3 月 14 日付当社週次レポート「[クリミア版「罪と罰」](#)も参照）。むしろ、以下のチャンネルで金融市場に影響が出た後、一般的な「リスクオフ」に発展しつつある。

④**当事国売り**：ロシアとの全面対立・ロシアによる軍事侵攻リスクを受けてウクライナの通貨フリブナが下落、同時に国際社会のルールに反する行動を取ったロシアからの資金引揚げによりロシア債券・株式および通貨ルーブルが売られた。

⑤**欧州売り**：ウクライナ内戦とロシアの関与が続く中で、欧米とロシアの間の経済制裁のエスカレーションにより、最も経済的に悪影響を受け易いのがロシアおよびロシアと経済的繋がりの強い中東欧諸国とユーロ圏だとの認識の下、ポーランド、ハンガリーなど中東欧諸国の通貨や、フィンランドなどロシアと隣

接する構成国を持つユーロも、ロシア・ウクライナ情勢が景況感を悪化させる中で売り圧力を受けた。

①**世界経済への悪影響懸念を受けた「リスクオフ」**：欧米とロシアとの間の経済制裁の応酬がエスカレートすると、国際的な資金フローを鈍化させ、世界経済成長率を押し下げるとの懸念が強まることから、①、②のような部分的な反応ではなく、金融市場全般で「リスクオフ」の反応がみられるようになる。最も典型的なのは、ロシア・ウクライナ情勢悪化に関する報道を受けた世界株価の下落と米国債利回りの低下で、ドル/円も下押し圧力を受けた（上述の（3））。また、（1）、（2）の経常黒字ファイナンスの逆流やキャリー取引巻き戻しも一部にみられ、新興国通貨売りや円買いといった反応がみられている。

② 中東情勢

中東における紛争、特に産油国が絡む紛争や、原油の主要輸送ルートの一つであるペルシャ湾に面した国（イランなど）における紛争については、**原油供給不安を通じた影響チャネル**が最も大きい。特に今回の米国によるイラクのクルド人自治区周辺におけるイスラム過激派集団「イスラム国（ISIS）」に対する空爆は、イラク自体が世界有数の産油国で、クルド人自治区周辺も現在石油開発が進められている地域で、ISISも油田掌握を狙っていることから、原油価格上昇を招いた。原油価格上昇の場合、以下のチャネルで為替市場に影響が出る。

①**ドル需要増**：原油価格がドル建てで取引されているものが殆どであることから、原油輸入国が同じ量の原油を調達するにもより多くのドルが必要となるため、ドル需要が増えドル買いに繋がる面がある（伝統的な「有事のドル買い」）。但し原油高が持続すると、産油国のドル収入増加に繋がり、産油国の外貨準備やソブリンウェルスファンド（SWF）におけるドル比率の高まり過ぎを招き、最終的にドルからの分散・ドル売りに繋がる面もあるため、ドル買いはあくまで短期的なものを見た方がいい。

②**原油輸出国通貨高・原油輸入国通貨安**：原油価格上昇の結果、原油を輸出している国の経常収支が改善し、通貨が上昇し易くなる。自国通貨を米ドルにペッグしていない産油国としては、ロシア、カナダ、ノルウェー、メキシコなどがある。他方、原油輸入依存度が大きい国の経常収支は悪化し、通貨が下落し易くなる。原油輸入依存度が大きい国としては、日本、インド、韓国、トルコやその他多くのアジア諸国が挙げられる。

③ 北朝鮮情勢

独裁政権下で経済的困窮が続いているとみられる北朝鮮ではいずれ体制崩壊が起こるリスクがあるが、現在のところは体制維持のための瀬戸際政策の一環として、近海に向けたミサイル発射が時折行われる。この場合、日本あるいは韓国の領土が被弾するリスクがあることから、通常は日韓の株式と通貨が売られる（対価としてのドル買い）。とは言え、北朝鮮が日本や韓国（いずれも米国がバックにいる）に対して戦争を仕掛ける可能性は非常に低いことから、日韓領土の被弾が確認されなければ、すぐに買い戻されることが多い。

但し、非常に可能性が低いものの、北朝鮮が日韓（および米国）に対して対決姿勢を強め、米国も強硬姿勢を示し始めると、北朝鮮擁護姿勢とみられる中国と米国との関係悪化リスクが意識され、一般的な「リスクオフ」に繋がる展開もあり得ない訳ではない。

ディスクレイマー

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、金融商品の売買や投資など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、全てお客様自身でご判断下さいませようよろ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、当社は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。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見直し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けなで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>