

## 世界株安はドル巻き戻しにあらず

発表日：2007年3月9日（金）

～為替変動はドル安ではなく円高～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

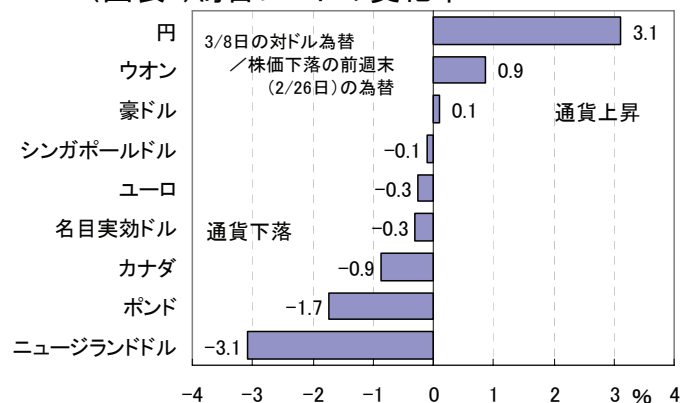
世界同時株安が始まって少し時間が経ったので、マネーフローの面から構造分析を試みた。今回は、ドル安になった2006年5月とは状況が違って、独歩安になっていた円価値の修正である。2006年5月は、対米資金移動が収縮するドル投資の巻き戻し＝ドルの信用収縮だった点で、調整の根が深く、株価の修復にも時間がかかった。今はそうではなく、欧米でマネーが株式から債券に移動する「質への逃避」であり、ポジション調整が落ち着けば、相場は修復される公算が高い。円キャリートレードの反動は大きかったにせよ、それがドル不安につながっていない点を見逃すべきではない。

### 円の独歩安の修正

2月末以降、世界同時株安と同時に為替円高が進んだ。この原因は、円キャリートレードの巻き戻しで説明されることが多い。

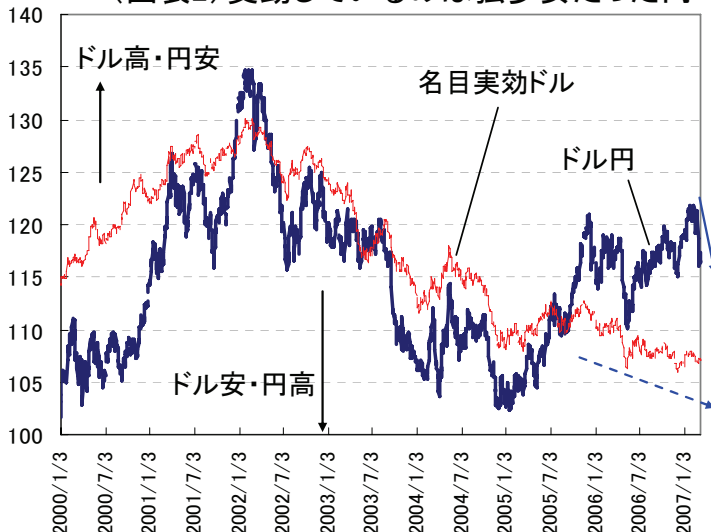
そうした中、為替変動に注目すると、円キャリートレードの巻き戻しによってドル円レートが円高に進んだことは確かだが、一方でドルやユーロがそれほど安くなってはいないことに気付く（図表1）。特にドル価値を他国通貨全体で加重平均した名目実効レートでみて、ドル価値はほとんど変わっていない（図表2）。むしろ、大きく動いたのは円の価値の方で、高金利通貨が下落している（図表3）。

（図表1）為替レートの変化率

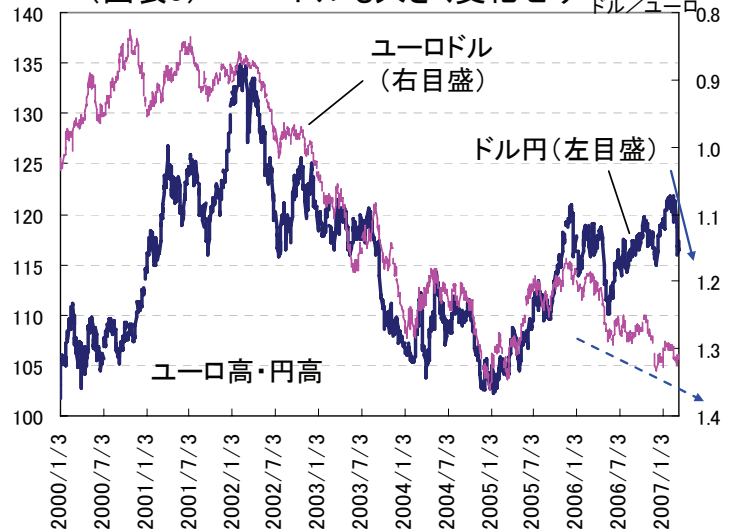


注：高金利通貨の動向を見ると、ニュージーランドドル、英ポンドが下落している。ニュージーランドドルについては、3月8日に利上げを行っているが、キャリートレードの解消の方の影響が強く表れて下落した。ユーロドルもECBの3月8日に利上げがあったが、大きくは動いていない。

円/ドル (図表2) 変動しているのは独歩安だった円



円/ドル (図表3) ユーロドルも大きく変化せず



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今の状況を、世界の株価が崩れた2006年5月と比べると、当時はドル安が進んだ点で異なっている。すなわち、2006年5月は米国の利上げ期待がバーナンキ議長の発言で後退し、ドル高の見方が大きく修正されて円高が起こった。米国に流入する資金移動が停滞し、調整が長引いたのが前回である。

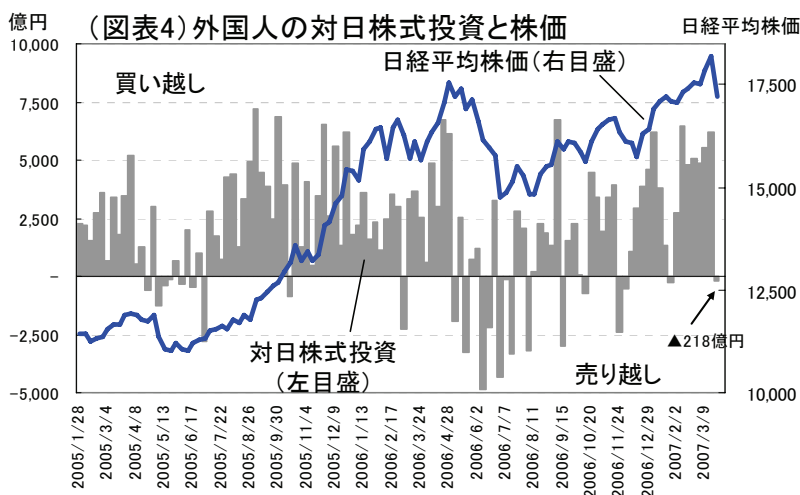
図表2、3では、円価値が2005年後半から対ドルで円安方向に動いていたのが、2006年5月の調整で一時的に円安幅を縮小させたことがわかる。円レートは、その後、日銀のゼロ金利解除を経た後、引き続き超低金利環境が変わらないという期待の強まりによって再び独歩安の傾向を強める展開になった。

### ドル売り=対米信用収縮は起こらなかった

筆者は、円キャリートレードが世界同時株安の有力な原因のひとつであったと考えるが、それだけですべてを説明しようという発想は行き過ぎだと思う。本稿で指摘したい論点は、米国株価下落→ドル売り、というグローバルな信用収縮が起こったか否かという点で、今回は2006年5月のような深い調整にはなっていないということである。為替変動に注目すると、2006年5月はドル安を伴う信用収縮であったが、今回はそうした大規模なドル安は起こっていない。株価同時株安が起こった当初、グリーンズパン前議長が「米国経済は今年末までには景気後退局面へ入る可能性がある」と発言した部分がクローズアップされ、楽観的ムードに水を刺した部分があったと考えたが、その影響はドル売りを加速させるまでには至らなかったようだ。

むしろ、この発言やいくつかの経済指標は、一旦は後退したFRBの利下げ観測を復活させる効果を持っていて、やや過熱していた株式投資の資金が債券購入に回っていく作用をもたらしたと考えるべきだろう。世界同時株安は、株式投資のマネーフローを寸断したと考えるよりも、一時的な「質への逃避」、つまり債券購入に向かったというのが筆者の理解である。このことは、欧米の長期金利が下がったことでも裏付けられる。

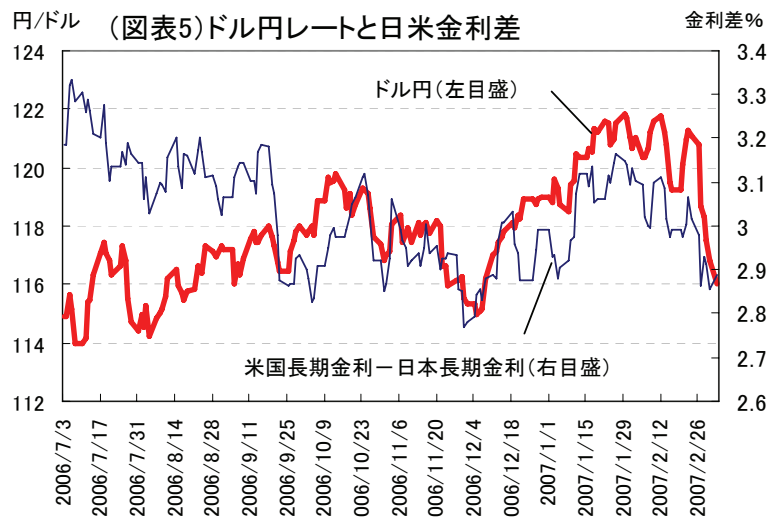
なお、日本への対内株式投資についても、3月7日に発表された財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」（週次統計）では、2月末の週の対内株式投資の売り越し額が△218億円と予想外に小幅であった（図表4）。この数字は1・2月の日本株買いが大きかった割に、同時株安に反応した日本株式売却が限定的だったを示している。



出所:財務省

### 円高への為替変動は金利差要因もある

ドル円が大きく円高方向に振れた背景には、一番目に円キャリートレードの巻き戻しがあるが、それ以外に日米の長期金利差の要因もある。これまでドル円レートの変化と、日米長期金利の格差はほぼオーバーラップしている（図表5）。この経験則は今も生きていて、欧米で起こった「質への逃避」を反映して欧米長期金利が下がる一方、日本の長期金利はそれほど下がらなかったことから、内外金利差縮



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

小→円高という変化をもたらした。

日本で欧米のように長期金利が下がらなかった理由は、2月の日銀の追加利上げによって、それまで根強かった「日銀が追加利上げを見合わせるだろう」という観測が一気に後退したことで説明できるのではないかと。前述の財務省の週次統計でも、海外投資家が日本株の下落に直面して、日本の債券を購入することはあまり積極的に行っていなかった様子が見える。日銀は1月の決定会合で利上げを断念したが、2月は経済指標の逆風にもめげずに利上げを通した。今は日銀の利上げに対する警戒感もあって、日本の長期金利は下がりにくいと考えることができる。

### 今後は着実に修復が進む

結局、広がっていた円キャリートレードが日銀の追加利上げで巻き戻されるという反動はあっただろうが、そのことはドル不安にはつながっていない。世界同時株安後の先行きを極端に悲観的に見るべきではない。

円キャリートレードの巻き戻しが新興国株価を連鎖的に下落させる作用を持ち、日米欧の主要国株にも連想売りを誘ったことは間違いないとしても、その調整圧力がずっと続かたちにはならないだろう。ショックによって下落した株価は、持続的に発表されるファンダメンタルズの改善を織り込みながら次第に水準を回復してくるとみた方が妥当なのではないか。同時に、米国株価はポジション調整を徐々に進めながら、債券から株式への回帰を進めるだろう。そのとき、ドル円レートは、一旦縮小した円キャリートレードが復活していくとともに、日米長期金利差が拡大する影響を受けて円安方向に動いていくと考えられる。日銀の金融政策は、参議院選挙のある7月までは目立って追加利上げを進めようという姿勢を示さないだろうし、物価動向も一時的にマイナス転化\*になることが予想される。そうした金融政策の見方を背景に、日本の長期金利は上昇ペースが鈍くなり、欧米長期金利との格差は徐々に広がるだろう。今後の為替レートについては、夏場にかけて徐々に円安に向かい、1・2月の下限であった1ドル=122円に接近すると予想される。

※消費者物価のマイナス幅は、コア指数が2月の前年比が▲0.0%に転じるほか、8、9月と大きなマイナス幅になる可能性が高い。消費者物価がプラス方向に振れるのは、2007年10月以降と予想される。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。