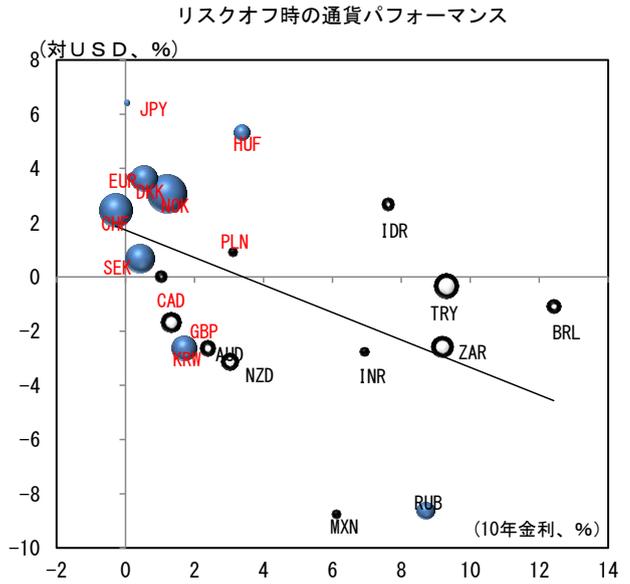
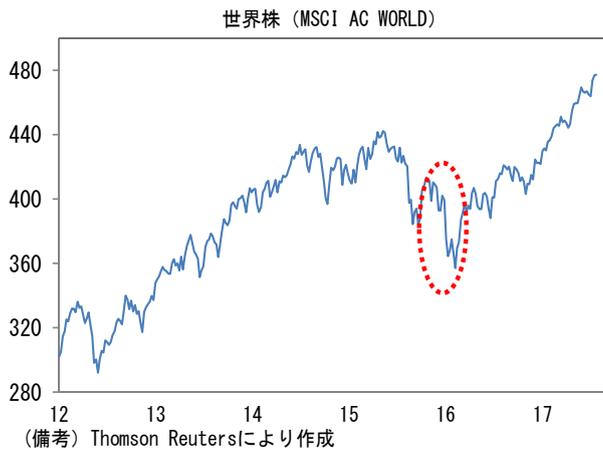


地政学リスク “安全な円” は “買い戻し” の対象

2017年8月29日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

- ・日本時間早朝に北朝鮮がミサイルを発射。それが伝わるとJPYが急速に買われ、USD/JPYは109.25近傍から一時108.50を割り込む水準まで下落した。
- ・こうした局面で「なぜ危険に晒されている日本の円が買われるのか？」という疑問にしばしば遭遇するが、それは基本的に「円が安全資産の性格を有しているから」という説明が可能。しばしば取り沙汰されるマネーゲーム的な投機筋の売買が一因になっている可能性は否定しないが、それはごく一部を説明するに過ぎないだろう。
- ・日本は経常黒字国であり、その累積に相当する対外純資産残高は約350兆円、名目GDP比で約70%と巨額。IMFの集計ベースでは世界1位となっている。また同時にマイナス金利導入国で、長期金利も極めて低いレベルにある。
- ・JPYより高い利回りの通貨が存在する世界で、マイナス金利のJPYを保有することは投資の機会損失を意味する。それゆえ、投資家はリスク許容度が安定ないしは拡大している局面では、JPYを売って少しでも金利の高い（厳密には高くなりそうな）通貨を買うことで、金利差相当の利回りを狙う。JPY売りの相手でも代表的な通貨はUSDだが、AUD、NZD、GBPなど先進国通貨に対しても大きなフローがあり、BRL、TRY、ZARなど新興国の高金利通貨に対しても個人投資家を中心に多くJPY売りが観察されている。このような取引は投資家センチメントが安定している局面で拡大し易い。
- ・そうした資金フローは、貯蓄超過（＝経常黒字、≡対外純資産国）の国から、投資超過（＝経常赤字、≡対外純債務国）へと流れることが基本。そのため、何らかの理由で投資家のリスク許容度が低下すると、こうした一連の取引が巻き戻され、資金フローが逆回転をはじめる。日本の他に似たような性格を有する国はユーロ圏（EUR）、スイス（CHF）、ノルウェー（NOK）、スウェーデン（SEK）、デンマーク（DKK）、ここ数年の韓国（KRW）などがあるが、こうした通貨はリスクオフ時にJPYと同様に「買い戻し」の対象になる。その証拠に、ここ数年で最も激しいリスクオフ局面であった2016年1-2月には経常黒字＋低金利の通貨が買われる動きが観察された（下図では経常黒字＋低金利の通貨が左上に集中している）。
- ・以上、今回や東日本大震災など日本の安全が脅かされる局面でJPYが買われる背景を説明した。政府債務が膨張している現状で「安全資産の円が買われる」という表現に違和感を覚えるかもしれないが、より正確に表現すると「相対的に安全な円が反対売買の結果として買い戻される」となる。



2016/1/1-2016/2/11 主要20通貨 ドットの大きさは経常黒字 (対GDP比、過去5年平均) の大きさを表現。白抜きは経常赤字。