

KAMIYAMA Reports vol. 57

「円は安全資産」と言われる理由^{わけ}

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

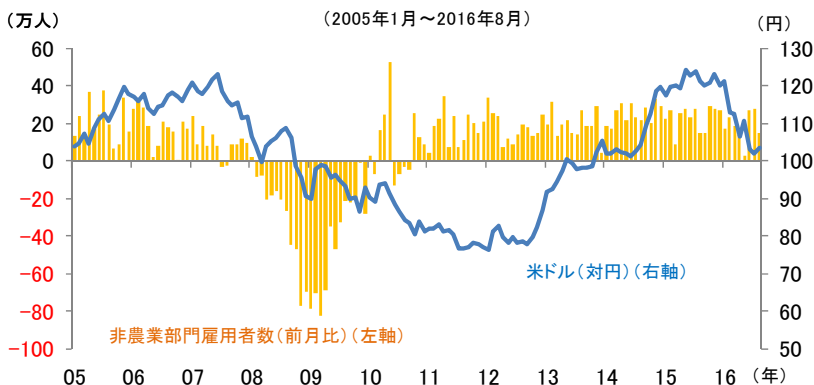


- それは、世界景気が思ったより悪い時に価値が上昇するため
- 日銀が金融緩和に対して「弱気」に見えたことも一因
- 安全であることの背景は「徴税力」

それは、世界景気が思ったより悪い時に価値が上昇するため

為替市場で円高になった時、しばしば新聞などで「円は安全資産なので」と説明されるが、一体、なぜ「安全」と言われているのか、さっぱりわからない、という声をよく耳にする。「円は安全資産」という説の出所は分からないが、ここでは筆者の解釈を説明したい。

米国の雇用者数(前月比)と円(対米ドル)の推移



上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

そもそも円資産を持っていない人から見て、円の為替リスクは高い。円(対米ドル)で2007年から最近までのボラティリティ(価格の変動性)は年10%程度で、1米ドル=75円から125円の幅で推移している。円は、「安全資産」といっても、米ドルなどを持つ人から見れば、「ほとんど損をしない」という意味ではないことは明らかだ。

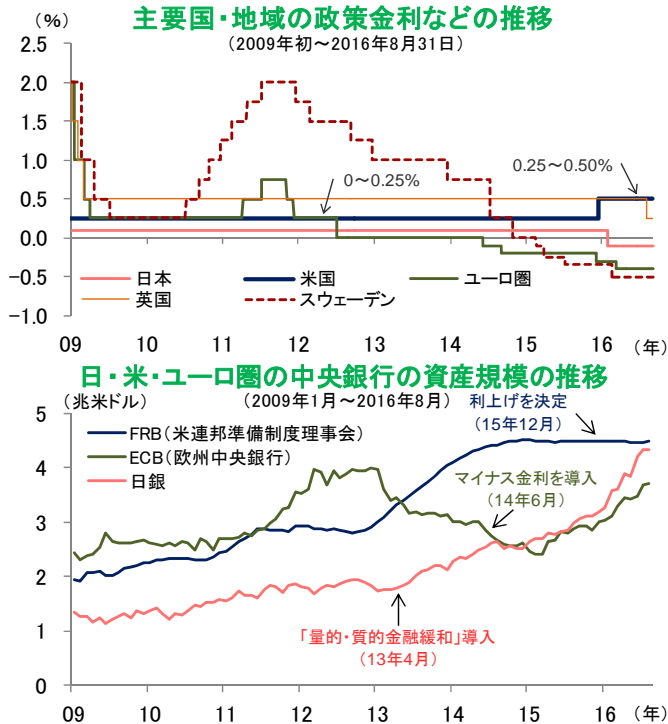
筆者は、「円は安全資産」と言う時に使われる“安全”は、「世界景気の悪化に対して価値が上昇する(増価)」というリスク・ヘッジの意味である、と解釈している。

このところ、世界景気の回復や悪化は米国経済に依存しがちである。2008年のリーマン・ショックから経済の正常化への第一歩を最初に踏み出したのは、主要国の中で米国である。ゆえに、米国が世界景気の回復を先導するならば、米国が先行する金利高や米ドル高が期待できる。逆に、米国の景気回復が思ったほど強くないと見るのであれば、米ドル安が想定される。例えば、米国の重要な指標である雇用統計が、強い時には円安米ドル高、弱い時には円高米ドル安になりやすいことが知られている。

では、米国ひいては世界景気が強くないと予想して米ドルを売るとするならば、ユーロや円、スウェーデン・クローナなどの中で、どの通貨を買えばよいのか。米国の金利が上昇しにくい、あるいは低下する、さらに量的緩和などが行なわれた時に、相対的に“安全”な通貨とは、すでに金利が低下しており、しかも金融政策の緩和余地が米国よりも限定的な国の通貨だ。2000年前後のITバブル崩壊からデフレ状態に陥った日本の政策金利は、早くから世界的に低い状態にあったので、円が選ばれやすくなったとしても不思議ではない。

日銀が金融緩和に対して「弱気」に見えたことも一因

為替市場の参加者が、米国を中心とした世界景気に対して弱気になった場合に米ドルを売ることが自然だとすれば、買う通貨を選ぶ際に大事なことは、その通貨の国の中央銀行における政策も重要だ。米国の金利上昇予想が一服してしまうと、一般にどの国にとっても景気低迷を暗示することになり、米国以外の国の中央銀行は利下げを含む緩和政策を拡大しやすくなる。その中でも、一番緩和が遅いと思われる中央銀行があれば、その国の通貨は米ドルに対して価値が上昇しやすくなるため、世界景気の悪化懸念がある時には、相対的に“安全”な通貨ということになる。



日本は、デフレになって以降政策金利が他国に比べて低かったため、政策余地が小さいと思われてきた。サブプライム・ローン問題への対応が始まった2007年8月時点の米国の政策金利（上限）が5.25%であったのに対して、日本の政策金利は0.5%でしかなかった。つまり、米国は5%ポイント程度の利下げ余地があるのに対し、日本は（当時マイナス金利は技術的に困難とされていた）0.5%ポイントの利下げ余地しかなく、米国の金利低下と米ドル安に対して、円は「安全」であったというわけだ。

また、金利の引き下げだけではなく、日銀の「量的緩和」のスピードも遅いように見えた。FRBが市場で米国債などの購入により資産保有額を増やして市場に資金供給したことに対して、日銀の緩和の積極性は低いように見えた。黒田総裁就任は、明らかに日銀のスタンスを変え、金融緩和に対して「弱気」でなくなったと見られたことで、米国雇用統計の内容如何に関わらず大幅な円安となった。そして、政策としてマイナス金利も導入した。ただし、それは必ずしも他国・地域の中央銀行よりも早い導入ではなく、黒田総裁就任以降の日銀ですら、相対比較でまだ「弱気」と位置付けられている可能性はある。改めて、「円は安全資産」になったのかもしれない。

上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

安全であることの背景は「徴税力」

もちろん円の暴落が起こると「円は安全資産」と考える投資家は困る。円が暴落しないためには、日本でハイパー・インフレ（急激で大幅なインフレ）が起こらないことが条件だ。仮にハイパー・インフレが起これば、日本政府の国債の返済能力に疑問が生じて円の価値（信用）も下がることになるので、円は急激に下落し安全資産ではなくなる。

この意味で、円が“安全”であるためには、政府の返済能力を信用できるかどうかが重要だ。現在、日本政府の負債額はGDP（国内総生産）よりも大きいのが、懸念が高まる状態ではない（詳細は5月24日付 KAMIYAMA Reports「日本の財政維持は可能」参照）。突き詰めれば、日本政府は負債を返すための徴税力があると思われる限り大丈夫だ。日本人は社会保障費の増大などに対応し、消費税増税（後に先送り）を選挙などを通じて受け入れた。

つまり、「円は安全資産」である、という時の“安全”は、円を通貨とする日本の財政の安定性への意思や、円の価値を維持することへの信頼が必要条件であるということだ。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。