

2016年6月28日
No.2016-011

英国のEU離脱選択の為替相場への影響

～ユーロの逃避通貨としての地位低下もあり、逃避資金が円に集中しやすい状況が持続～

調査部 研究員 井上肇

《要 点》

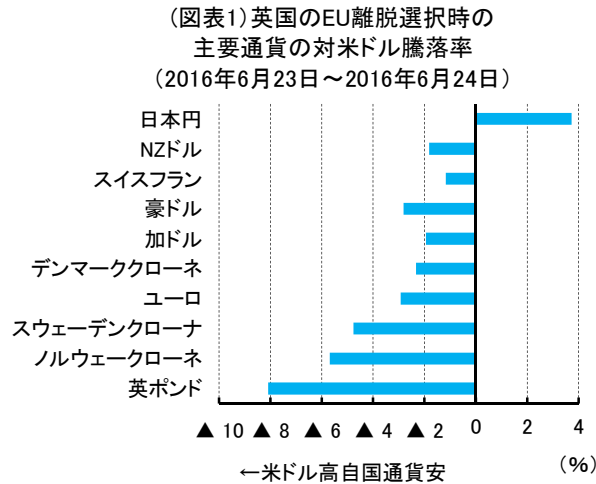
- ◆ 市場参加者のほとんどが英国のEU離脱選択を予想していなかっただけに、短期的には、国際金融市場の不安定化な状況が続く可能性がある。もっとも、金融機関の流動性危機が発生するリスクが小さいこと等を踏まえると、国際金融市場の不安定な状況は比較的短期間で終息すると予想される。
- ◆ もっとも、中期的には円高方向への影響が残るとみられる。第1に、欧州での政治リスクが一段と高まったことが円高要因となる公算が大きい。欧州諸国で反EU「ドミノ」的な動きが広がれば、投資家のリスク回避の動きが強まり、円への逃避資金の流入を招くと予想される。欧州で政治リスクが高まるなか、通貨ユーロの逃避通貨、ないしは資金調達通貨としての地位が低下しているとみられ、その分、逃避資金が円に集中しやすくなっている。
- ◆ 第2に、米国の金融政策や政治情勢が円高ドル安に作用する可能性がある。今回の結果が实体经济に与えるマイナス影響が大きくなれば、FRBが追加利上げに一段と慎重になり、ドル安圧力が強まると予想される。また、今回の結果は英国のEU離脱を支持していた米大統領候補のトランプ氏の追い風となる可能性がある。自国第一主義や移民排斥などのポピュリズム的政策を掲げるトランプ氏の支持率が一段と上昇すれば、米国政治の先行き不透明感が高まり、円高圧力が強まる可能性がある。
- ◆ わが国では、一段と進行した円高による景気へのマイナス影響が懸念されるものの、円高トレンドを転換できるような政府・日銀の政策対応は見込みにくい。主要国・地域の為替相場を巡る利害は一致しにくい状況にあり、為替介入が実施される可能性は低い。また、日銀が追加緩和に踏み切るとの予想が増えているものの、市場では日銀の金融政策の限界論がくすぶるなか、円高トレンドを転換させるのは容易ではない。
- ◆ 今回の結果を受け、世界経済の先行きに対する不確実性が高まったことから、リスク資産の一つである新興国・資源国通貨のパフォーマンスは下振れするリスクが高まったといえる。一方、今回の結果は、米FRBの利上げプロセスを後ずれさせる公算が大きく、新興国・資源国通貨の下落圧力を和らげる効果が期待される。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

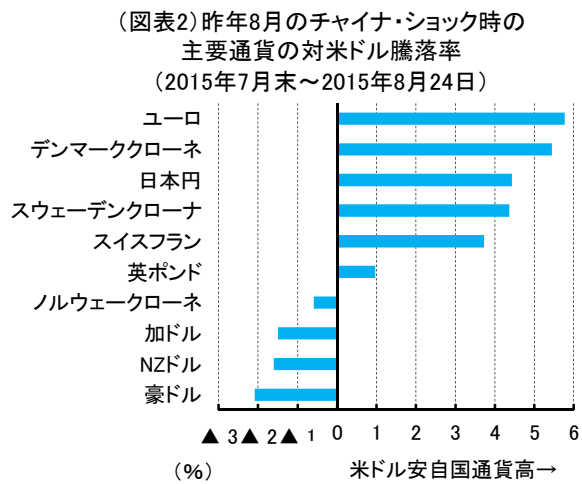
Tel: 03-6833-0920, Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

英国の EU 離脱選択を受け、主要通貨では、ポンドが最弱通貨、円が最強通貨に

6月23日に実施された英国の国民投票で、英国国民は事前の市場予想に反し、欧州連合(EU)からの離脱(Brexit)を選択した。為替市場では、英国のEU離脱が織り込まれるなかで、投資家のリスク回避の動きが強まり、主要通貨の力関係は、ポンド<ユーロなどの欧州通貨<豪ドルなどの資源国通貨<スイスフラン<ドル<円となり、ポンドが最弱通貨、円は最強通貨となった(図表1)。今回のこうした主要通貨の力関係は、昨年8月、中国人民元の大幅切り下げや中国株の急落をきっかけに投資家のリスク回避の動きが強まった局面で、ユーロが最強通貨となったのとは対照的である(図表2)。本レポートでは、こうした違いが生じた背景を紐解きつつ、今回の結果が為替市場に与える短期的及び中期的な影響について簡単に考察したい。



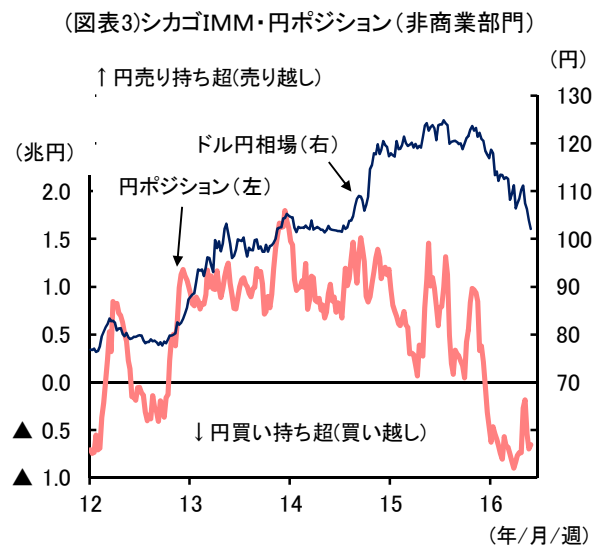
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) ニューヨーク取引時間終値で比較。



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) ニューヨーク取引時間終値で比較。

短期的には円高に歯止め

市場参加者のほとんどが英国のEU離脱選択を予想していなかっただけに、短期的には、国際金融市場の不安定な状況が続く可能性がある。もともと、①今回の局面では、円とともに基軸通貨であるドルも買われやすくなっていること、②投機筋のポジションは、円買い持ちに大きく傾いており、円買い余地は大きくないと予想されること(図表3)、等を踏まえると、当面の円高進行余地は限られる公算が大きい。そもそも、英国の世界経済に占める割合は2%強(購買力平価ベース)であり、英国が景気後退に陥っても、貿易取引などを通じた世界経済への直接的なマイナス影響は小さいとみられる。また、リーマン・ショックや欧州債務危機の最悪期とは異なり、金融機関のバランスシートが大きく毀損しているわけではないほか、主要国・地域の中央銀行が資金供給などの協調策を備えていることから、金融機関の流動性危機が発生するリスクは小さい。これらを踏まえると、為替市場を含め国際金融市場の不安定な状況は比較的短期間で終息すると予想される。



(資料) 米CFTC、Bloomberg L.P.

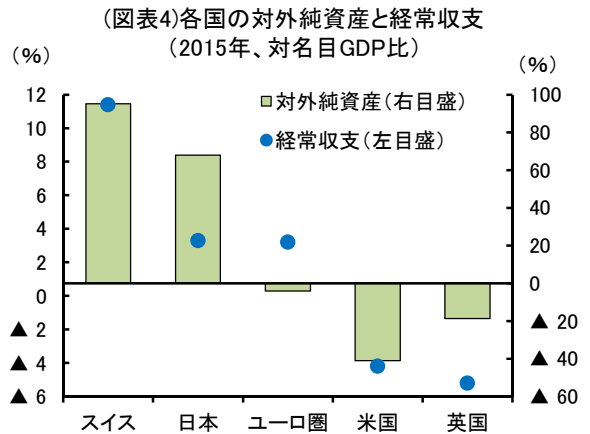
中期的には円高方向への影響が残存

もつとも、中期的には以下のようなルートを通じて円高方向への影響が残るとみられる。

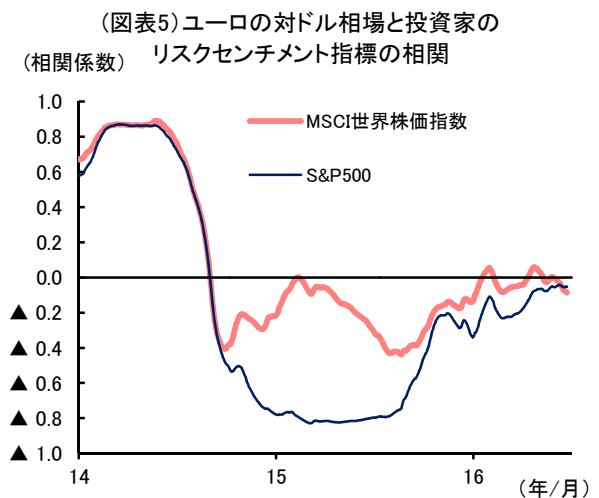
第1に、欧州での政治リスクが一段と高まったことが円高要因となる公算が大きい。欧州では、反EUの機運を高めかねない国政選挙や国民投票などの政治イベントを数多く控えている。欧州諸国で反EU「ドミノ」的な動きが広がれば、投資家のリスク回避の動きが強まり、円への逃避資金の流入を招くと予想される。

欧州で政治リスクが高まるなか、通貨ユーロの逃避通貨、ないしは資金調達通貨としての地位が低下しているとみられ、その分、逃避資金が円に集中しやすくなっている。逃避通貨とは、投資家がリスクを取りにくい市場環境となった際に、逃避資金の「受け皿」となる通貨のことであり、基軸通貨である米ドル以外では、潤沢な対外純資産を持つ経常黒字国通貨がこうした通貨として選好されやすい。また、資金調達通貨とは、投資家がリスクを取りやすい市場環境となった際に、高金利通貨などでの資金運用を行うために資金調達源とする通貨のことであり、低金利国の通貨が選好されやすい。潤沢な対外純資産を持つ経常黒字国通貨であり、低金利国の通貨としての歴史が長い日本円やスイスフランに加え、近年では対外純資産国ではないものの、経常黒字が増加し、かつ、ECBの金融緩和拡大により低金利通貨となったユーロ

も逃避通貨、ないしは資金調達通貨として機能するようになっていた(図表4)。2014年半ば以降、ECBがマイナス金利政策や量的緩和政策に踏み込んでいくなかで、ユーロの対ドル相場と投資家のリスクセンチメント指標(ここではグローバルな投資家のリスクセンチメントを反映しやすいと考えられる世界株や米国株指数)との負の相関関係が強まったことがそれを示唆している(図表5)。すなわち、投資家がリスクを取りやすい市場環境では、ユーロが下落し、逆に、リスクを取りにくい市場環境では、ユーロが上昇するという傾向が強まっていた。ところが、欧州で政治リスクが高まった昨年半ば以降、ユーロの対ドル相場と投資家のリスクセンチメント指標の負の相関は低下傾向が続き、足許の相関はゼロ近傍で推移している。これは、通貨ユーロの逃避通貨、ないしは資金調達通貨としての地位が低下していることを示唆している。今後、特に欧州での政治リスクの高まりを背景にリスク回避の動きが強まる局面では、震源地であるユーロなどの欧州通貨を避け、逃避資金が日本円に集中しやすい状況が続くと予想される。こうした局面での主要通貨の力関係は、ユーロなどの欧州通貨<ドル<円の順になると見込まれる。



(資料)各国統計を基に日本総研作成
(注)英国以外の対外純資産は2015年末、英国は2015年第3四半期末。経常収支は各国とも2015年合計。



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)相関係数は、260日相関。

第2に、米国の金融政策や政治情勢が円高ドル安に作用する可能性がある。英国の世界経済に占める割合は小さく、英国が景気後退に陥っても、米国を含め世界経済への直接的な影響は小さいと予想される。もっとも、世界経済の先行き不透明感やそれに伴う国際金融市場の不安定な状況が長期化し、消費者心理や企業の景況感の悪化などを通じて、実体経済へのマイナス影響が大きくなれば、FRBが追加利上げに一段と慎重になり、ドル安圧力が強まると予想される。

また、米大統領候補であるトランプ氏（共和党）は英国のEU離脱、クリントン氏（民主党）がEU残留をそれぞれ支持していたことを踏まえると、今回の結果はトランプ氏の追い風となる可能性がある。英国でEU離脱派が勝利し、米国で自国第一主義や移民排斥などのポピュリズム的な政策を掲げるトランプ氏が支持を伸ばしてきた共通の背景として、経済的に苦境に追い込まれた白人の中間層や低所得層の不満が鬱積しているという点を指摘できるためである。米国でトランプ氏の支持率が一段と上昇すれば、米国政治の先行き不透明感が高まり、円高圧力が強まる可能性がある。

円高トレンドを転換できるようなわが国の政策対応は見込み薄

わが国では、一段と進行した円高による景気へのマイナス影響が懸念されるものの、円高トレンドを転換できるような政策対応は見込みにくい。市場では、政府・日銀による円売り介入の有無が取り沙汰されているものの、大統領選を控える米国政府が為替介入に否定的な姿勢を続けるなか、円売り介入のハードルは依然として高いとみられる。

さらに、通貨が急落した対ポンドでの協調介入が実施される可能性も低い。通貨が下落した英国やユーロ圏では、デysinフレ傾向が続くなか、通貨安はデysinフレ圧力の緩和などのプラスの面も大きく、今後通貨安に歯止めがかからないような事態とならない限り、通貨安を押し戻すことを望んでいない可能性が高い。主要国・地域の為替相場を巡る利害は一致しにくい状況にある。

また、2017年度中の2%物価目標の達成が危ぶまれるなか、日銀は、7月にも追加金融緩和に踏み切るとの予想が増えているものの、市場では日銀の金融政策の限界論がくすぶっている。日銀が金融緩和に踏み切っても、円高トレンドを転換するのは容易ではないだろう。

新興国・資源国通貨が大きく売られるリスクは小

新興国・資源国通貨への影響についてはどうか。今回の結果を受け、英国がEUに残留した場合に比べて、世界経済の先行きに対する不確実性が高まったことから、リスク資産の一つである新興国・資源国通貨のパフォーマンスが下振れするリスクが高まったといえる。一方、今回の結果は、米FRBの利上げプロセスを後ずれさせる公算が大きく、新興国・資源国通貨の下落圧力を和らげる効果が期待される。当面は世界経済や国際金融市場の状況を慎重に見極める必要があるものの、米国をはじめ世界経済の緩やかな回復基調が維持される限り、新興国・資源国からの大規模な資金流出が生じ、通貨安が加速するリスクは小さいとみてよいだろう。

以上