

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2013年9月2日)

シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に

要約

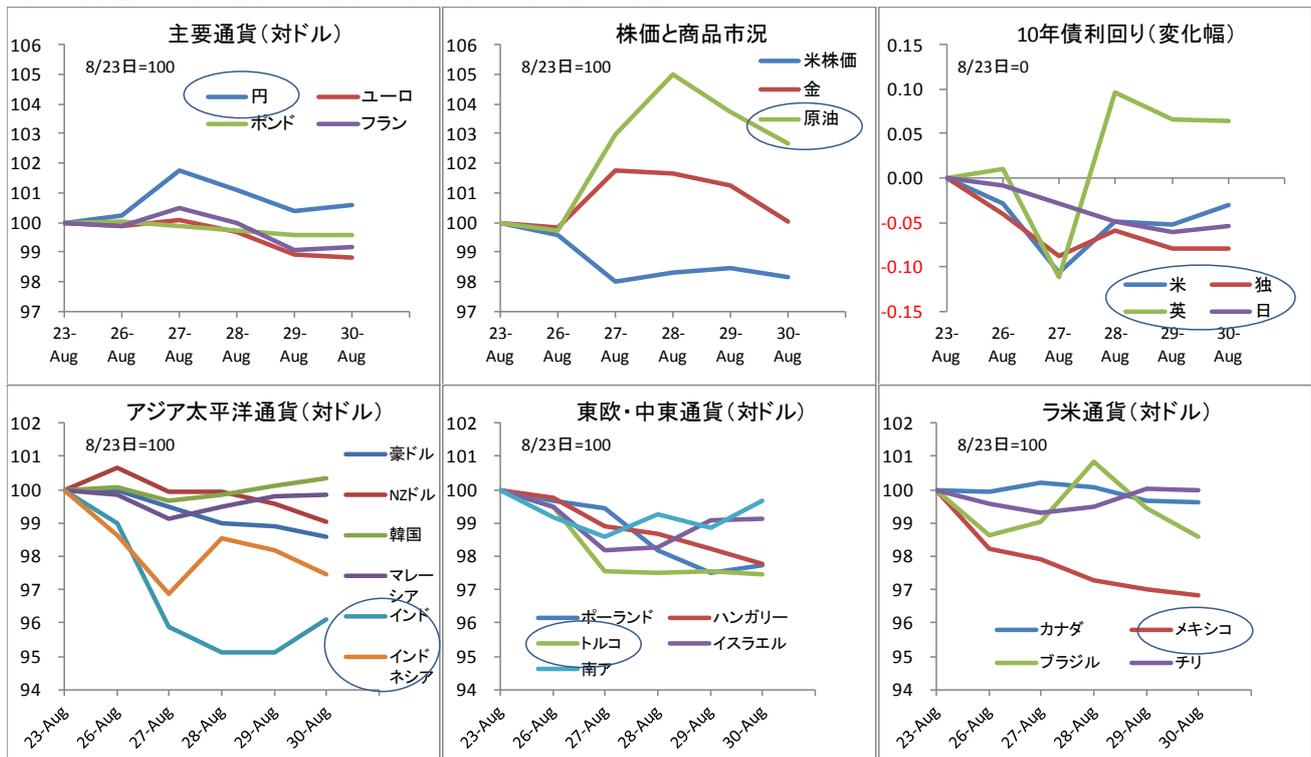
シリア情勢を巡っては先週初に Kerry 米国務長官がシリア政府の化学兵器使用を断定したことで一気に軍事攻撃開始懸念が高まり、リスクオフの円高などの反応が出たが、その後は英議会の軍事介入反対や Obama 大統領が軍事介入の必要性を宣言しつつも議会での承認を求める姿勢を示したことで、即時開始という懸念は後退している。金融市場の反応は一旦沈静化しており、ある程度織り込んだとみることが出来るが、実際に軍事行動が開始した場合には再び同様の反応が出る可能性があるほか、市場が想定する短期決戦で終わるのかは未知数だ。シリア情勢を巡り考えうるシナリオ下での為替相場の展開を検証する。

イニシャルリアクション

シリア情勢はこれまで金融市場の材料とはなっていないが、8月21日にシリアで Obama 大統領がかねてより「超えてはならない一線」としていた化学兵器使用の可能性が浮上してから状況が一変、先週26日に Kerry 米国務長官がシリア政府による化学兵器使用を断定、軍事介入の可能性が一気に高まり株安・債券高、原油高、金高、為替市場では円やフランが買われる展開となった。もっとも、その後は、軍事介入に積極的とみられた英国では議会在野が軍事行動を否決、米国も週末には Obama 大統領が軍事行動の必要性を宣言しつつも9月9日に夏の休会から再開する議会での承認を求める姿勢を示したことから、即時攻撃開始懸念が後退、ドル/円や金相場では26日以前の水準を回復している。

先週の動きをより詳細にみると、軍事攻撃開始懸念が一気に高まった26-27日にみられた最も大きな動きは、米英独10年利回り低下、原油高、インド・インドネシア・メキシコ・トルコ通貨安そして円高だった(図1)。

図1：先週の主要国資本市場および主な為替相場の動き



シリア問題の為替市場への波及チャネル整理

通常、中東諸国の地政学リスクが高まった場合の為替市場への波及の背景としては、幾つかの定型的な波及経路がある。

① 投資家のリスク回避傾向⇒EM 通貨安、株安、債券高（金利低下）、円高

シリア問題に限らず、一般的に米国や英仏など世界の軍事大国が行動を起こす場合、物流を始め消費や投資など経済活動が全般的に阻害されるため、世界経済の成長シナリオから恩恵を受けやすいエマージング通貨や株式市場などの比較的风险が高い資産への需要が後退する一方、流動性および安全性が高い主要国債券に需要が集まり易くなる。

こうした動きを受けて主要為替市場でも、流動性の面でドル、ユーロ、円、ポンドの G4 通貨に相対的に需要が集まり易いはずだが、実際のところは、対 EM 通貨ではドル高となったが、主要通貨内ではドルより円に需要が集中している（ドル/円下落）。これは、ドル/円相場が、流動性面での魅力はドルと円ではむしろドルに軍配が上がるはずだが、株価との連動性の高さ（株安・ドル/円下落）、米長期債利回りとの連動性の高さ（米長期債利回り低下・ドル/円下落）、既存のドル買い円売りポジションの大きさ、などドル安円高圧力に繋がり易い要因が多いためとみられる。

なお、過去は投資家のリスク回避傾向が高まる際には経常黒字国の通貨が上昇し易いとも言われていた。経常黒字国は国際収支上、資本収支が赤字（対外投資流出超）になっているため、平時に積み重なった対外投資が危機時に巻き戻され通貨高をもたらす、という考え方で、確かに最近でも円やスイスフランは依然として当てはまるものの、今回は市場が小さく流動性が低いノルウェークローナやスウェーデンクローナは上昇しておらず、幅広くあてはまる法則ではなくなっている。

② 原油供給懸念⇒原油高、産油国通貨高、非産油国通貨安

言うまでもなく中東は産油地域かつ原油の輸送ルートにあたっていることから、同地域で軍事行動が行われると原油の供給不安が高まる。これを受けた原油高は、ロシア、カナダ、ノルウェーなどの産油国の貿易収支を改善させ、通貨高要因となる一方、日本、インドやトルコなど原油輸入依存度が高い国の貿易収支を悪化させるため、原油輸入国通貨安要因となる。実際の動きをみると、インドルピーやトルコリラは確かに下落しているが、カナダドルの上昇はごく僅かで、むしろロシアルーブルやノルウェークローナは下落し、円は上昇している。敢えて言えば、円は流動性、株安、米長期債利回り低下から大幅な上昇圧力を受けたものの、原油高による下落圧力も受けたため、結果的に上昇幅がせいぜい 2%程度と限定的なものに留まった、と解釈することができる。

③ 地理的隣接性⇒トルコ、イスラエル

軍事行動の舞台となる国の隣接地域では、とばっちりを受ける可能性や難民が押し寄せるリスクがあることから、通貨に売り圧力がかかることが多い。この面では、シリアは北をトルコ、東をイラク、西をレバノン、南をヨルダンに囲まれており、更にその周りには地中海を挟んでユーロ圏の一部であるキプロス、南にはイスラエルとエジプトが控えている。この中である程度発展した金融市場、為替市場があるのはトルコ、イスラエルのみであり、実際東欧・中東通貨の中ではトルコリラとイスラエルシェケルが先週最も下落圧力を受けた。またイスラエルは米国の同盟国としての立場を明確にしていることから、米国が軍事行動を起こす場合にシリアからの報復を受けるリスクもある。

今後の展開のシナリオ分析

今後の焦点は、9日に始まる米議会での審議で軍事行動が承認されるのかや、国連調査団による調査結果（31日にシリア出国後、分析に最長3週間かかると表明）と米国等の見解（政府軍が化学兵器を使用）との整合性、そしてそれらを踏まえて米国などがいつ攻撃を開始し、どの程度継続するのか、またシリア軍がどれだけ反撃や報復をできるのか、といった点だが、想定されるいくつかのシナリオを検証してみる。

① 米議会が承認せず、軍事行動は行われない

これは一見好ましい結果に見えるが、米国が断定した化学兵器の使用に対して報復措置が取られないということになると、化学兵器を使っても大丈夫、という機運が広がり、シリア内戦の激化やイランなど他国

の化学兵器使用を後押しするリスクがあり、結果的に世界の不安定要因になる可能性がある。このため、この選択肢は取られない可能性が高く、こうした結果を受けた金融市場のリスクオンでの反応は一時的なものに留まるだろう。

② 軍事行動が開始されるが成功、1週間以内の短期間で終了

これが短期的には金融市場にとりもっともリスクテイクを後押しする結果といえ、特にアサド政権崩壊に繋がると、これまでのかたちの内戦は終わる。この場合には、原油反落、株価反発、低下していた米国など主要国利回りの上昇と為替市場では円売りに繋がるだろう。EM 通貨への売り圧力は軽減されるが、インド、インドネシアなどこれまで最も大きく下落していた通貨はそれぞれ固有の下落要因もあり、シリア情勢懸念後退だけでは上昇基調への回帰は困難だろう。

但し、化学兵器自体を攻撃することは難しいとされる中で、軍事行動の「成功」がどのようなものを定義するのは難しく、仮にアサド政権崩壊を「成功」とする場合でもその後には平和が訪れるかは非常に不透明だ。エジプトを始めとするアラブの春を経験した国々でも、その後政局混迷が続くか、むしろ悪化している国もある。シリアでもそうした事態に陥るリスクはあり、金融市場の焦点からは外れたとしても、それは必ずしもシリア情勢が好転することは意味しない。

③ 軍事行動が開始されるが泥沼化し、戦闘が長期化

現在想定されている対シリア攻撃は地上軍投入を伴わない、海からの巡航ミサイルによる限定的なもので、政府や軍施設の攻撃を十分に行えるか不透明であること、所謂「人の盾」により民間人を巻き込む可能性もある。攻撃までに時間がかかればかかるほど、シリア軍も攻撃に対する準備ができ、攻撃失敗の可能性が高まる面もある。この場合、金融市場では当初、原油高、株安、EM 通貨安、円高などの症状がみられるが、戦闘が長引くにつれ市場の反応は鈍くなり、むしろ市場の焦点は軍事介入に参加する国、特に米国の場合には軍事費拡大見通しを受けた財政収支への影響や、米議会での財政関連審議（10月にかけての債務上限引上げ問題や来年度予算案審議）遅延への懸念にシフトするリスクがあり、その場合にはドル安に繋がる可能性が高まってこよう。

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、全てお客様ご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さ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。