

## 投機色を強める円安の図式

発表日：2007年2月6日(火)

～注目されはじめる日本発の過剰流動性～

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

2月9・10日のG7では、投機的マネーに関する議論が行われるとの観測がある。日本の低金利が投機的取引と結びつき、為替レートを歪ませているとの批判である。今の円安傾向は、海外投資家の円キャリートレードが円安を引っ張ると同時に、日本の個人投資家が円高に歯止めをかけるという相互作用によってじわじわと進んでいる。2月の政策決定会合で、日銀の追加利上げが見送られれば、そうした傾向が助長される可能性がある。

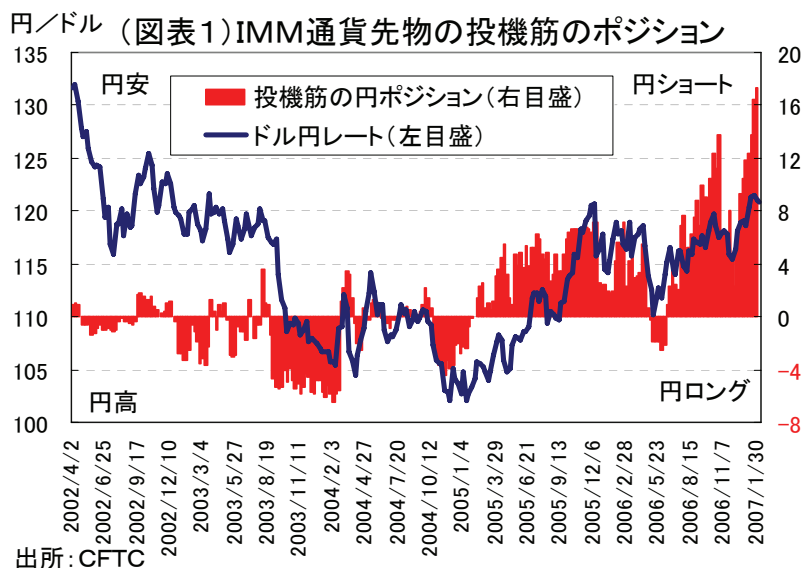
### G7の焦点

2月9・10日にドイツ・エッセンで開催予定のG7では、ヘッジファンドの投機的資金やユーロ高についても議論されるとの観測がある。為替問題に関しては、ユーロ高の裏側にある円安を牽制する材料が出るのではないかとの思惑につながっている。すでに欧州首脳からは「G7で円に関して協議することは排除できない」（ウェーバー独連銀総裁）など、円安を問題視する発言が相次いで行われている。このため、日本の渡辺財務官が「円安はG7の議題にはならない」と牽制しているにもかかわらず、円安是正の思惑がくすぶっている。

そうした中で、非常に注目されているのは、米国の出方である。ポールソン財務長官は、1月31日に米上院銀行委員会で証言し、「（円安を）非常に注意深く見守っている」（I am watching it very very carefully.）と発言した。この発言は、一時円を急騰させる材料にはなったが、発言全体の趣旨からすれば、「日本はほぼ1年ほどいかなる口先介入もなかった」し、「（円安は）ファンダメンタルズが主導している」とも語っており、円安容認の色彩が強い。結局、ポールソン財務長官は“たまむし色”発言を使って、G7前に円安を牽制しつつ、為替の主導権を握ろうとしているようにみえる。G7で米国の意向がどちらを向くかによって、円安を巡る投機的な取引が活発化するか否かが変わってくるだろう。

### 日本の超低金利と為替動向

ドル円レートは、1月18日の日銀政策決定会合で追加利上げの延期が決まったことを契機に1ドル121円台をつけた。投機的資金は、日銀がゆっくりとしか利上げできない環境に置かれていることを見透かして、円売りポジションを膨らませている。投機筋の取引を反映しているシカゴ通貨先物市場（IMM）におけるドル円の円売りポジションは、1月16日の週から1月末の週まで3週連続で過去最高を更新している（図表1）。円売りのポジションが、どのくらいの投機的円安圧力を反映しているかを計算すると、計算上

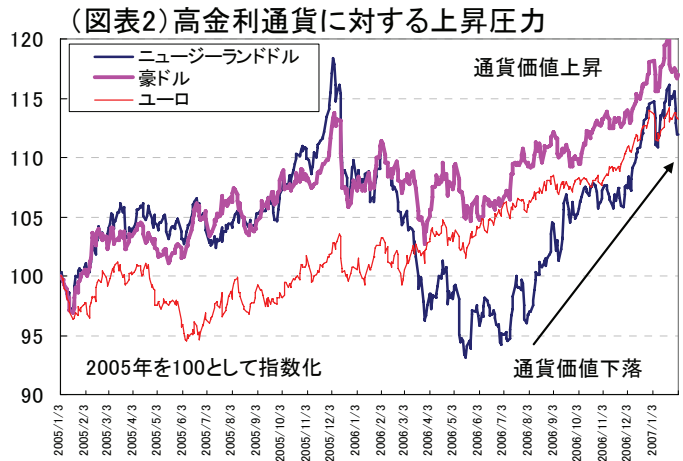


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の中立レート110円/ドルを中心にして、1月末時点では+12円の円安圧力が生じていることになる。

目下、円安に反映している資金取引は、ヘッジファンドの円キャリートレードの拡大だと考えられる。この資金調達には、割安の円資金で調達した資金を豪ドルやニュージーランドドルといった高金利通貨などで運用して鞘を抜くキャリートレードに用いられる。円キャリートレードの強まりは、豪ドルやニュージーランドドルの趨勢的な上昇圧力につながっているとみられる（図表2）。

もっとも、キャリートレードが為替相場を一方だけ動かすとは限らない。円資金に低金利期待があるときは、巨大な円売り圧力になるのだが、一旦、低金利が持続するという思惑が反転したときには、従来の取引が一気に解消されて、逆回転する反作用を持つからだ。例えば、2006年は年初から春にかけて日米の金融引き締めが強まるという観測から、ニュージーランド、アイスランドなど一部の高金利通貨が暴落する動きをみせた。投機的取引は相場を変動させる反動をためこむ側面があり、その巻戻しの反作用を宿命的に持っていることには注意が必要である。2月のG7で議論されるといわれているヘッジファンド取引やユーロ高にしても、その議論は暗黙の前提として、日本の超低金利環境が投機的取引を助長しているのではないかと見方の上で成り立っていると考えられる。



### 円安の「あわせ鏡」論

ところで、投機的な取引に関しては「持続的な円安圧力にはならない」という伝統的な考え方がある。理由は、短期資金によって築かれたポジションは、短期間で解消されるという見方があるからだ。例えば、円キャリートレードであれば、円資金で短期調達し、レバレッジをかけながら高金利通貨を始め、海外債券・株式・商品などを運用している。伝統的な考え方は、資金調達の期間が短いことを根拠に、資金運用サイドの投資期間も短期間で解消されざるを得ないという見方になる。

しかし、投機的取引を構成するミクロの単位の取引が短期であることと、そうした取引が積み重なって持続するか否かというのは別問題であろう。問題なのは、過剰流動性が供給されているとき、投機的取引が繰り返されて、持続的な円売り・外貨買いの圧力になっているということである。特に、内外金利差が存在するときは、投機的取引者が介在し、彼らのバランスシート上で少ない手元資金にレバレッジをかけて投資規模を膨らませる取引が行われる。円資金と他通貨の金利差と、その金利差が持続的に成り立つという観測が、日本発の過剰流動性を生み、円安の原因となると考えられる。重要なのは日本の超低金利が持続している間は、持続的な円安と期待の変化に伴う反動的円高が共存することである。トービン税のように投機的取引に規制を加えようという議論の根拠はここにある。

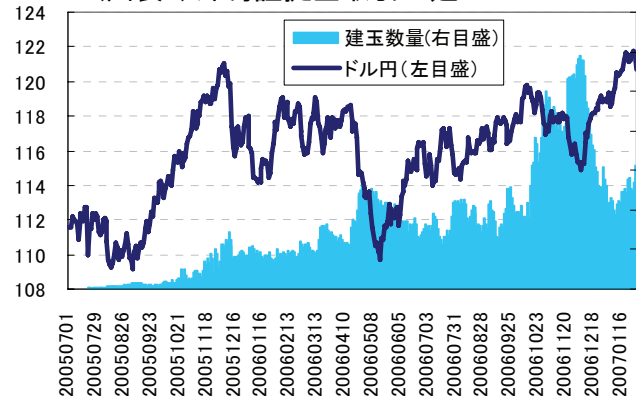
もうひとつ、マネーフローの側面から、個人投資家が円安圧力を助長していることも見逃せない。日本の個人投資家に関して円売り圧力になっている要素として、外為証拠金取引をする個人投資家の存在が挙げられる（図表3）。外為証拠金取引における円売りの建て玉の変化に注目すると、個人投資家は為替が円高方向に振れたタイミングで、先安期待を強めて、円売りポジションを積み上げる反応をしていることがわかる。有り体に言えば、「円高に振れたので、外貨投資は今がチャンスだ」という投資家の心理が、ここには隠れている。

興味深いのは、この外為証拠金取引の円売りの建て玉と、前述したシカゴ通貨先物市場における円売りのポジシ

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。

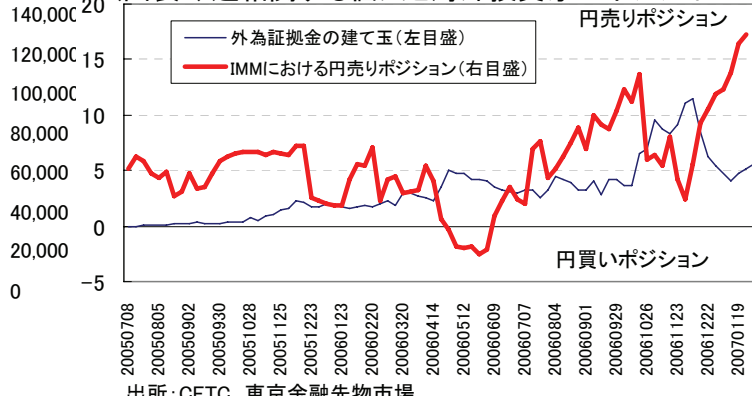
ョンには、逆相関の関係があることだ（図表4）。シカゴ通貨先物市場に参加する投資家の円安期待が後退したときには、日本の個人投資家が円安期待を強めているのである。海外投資家が円安を引っ張り、国内投資家が円高にならないように支える。この図式が、「あわせ鏡」のように、為替を円安傾向に据え付ける。投機的な円安が崩れにくいのは、内外投資家の相場観の違いが奇妙に一致していることにも原因がありそうだ。

円/ドル (図表3) 外為証拠金取引の建て玉



出所: 東京金融先物市場

(図表4) 逆相関する個人と海外投資家のポジション



出所: CFTC、東京金融先物市場

### 為替のオーバーシュート理論

前述の個人投資家の行動原理は、為替のオーバーシュート現象とも表現できる。

一般的に、個人マネーが外貨投資に向かう理由として、「日本の円預金よりも、外貨投資の利回りが高いからだ」という説明が成されることが多い。しかし、この説明は、「為替市場で常に需給均衡している」という常識からはおかしい理屈だといわざるを得ない。なぜならば、金利裁定が瞬時に行われる世界では、内外金利差は即座に為替レートに織り込まれて、追加的な資金移動の原因にはならないからだ。観測される内外金利差はすでに円安に完全に織り込まれているので、それ以上の円安圧力にはならないというのが常識的発想だ。

それでも日本の超低金利が、家計の資金移動を誘発しているとすれば、そこに別に円安の慣性力が働いているからだという説明ができる。個人投資家が海外に資金移動させる原因は、為替レートの円安傾向に慣性力が働いて、観察される内外金利差以上に今の円安が進むだろうという期待が醸成されるからなのだろう。

その慣性力は、為替理論において「為替のオーバーシュート」現象と呼ばれ、資産価格形成で「投機的バブルが起こっている」ことに近似する概念である。言い換えると、持続的に円安が進行する根拠は、「皆が円安が進むと思っているだろうから、自分も円安の持続を信じる」あるいは「今まで円安だったから、これからも円安が持続するに違いない」という投資家の意識に求められる（前者はバンドワゴン効果と呼ばれる）。

実は、こうしたオーバーシュートは、今の為替市場と同じように、過去の株価上昇局面でも繰り返されてきた。株式市場では、「外国人投資家が買って、機関投資家が買って、最後に個人投資家が買う」と言われる。総体としての個人投資家の投資行動は、今までの相場上昇トレンドに反応して、相場形成のオーバーシュート現象に巻き込まれやすい傾向をもつと考えられる。

### 日本の低金利を米国は放任するのか

為替のオーバーシュート現象が進みすぎるとは、相場を乱高下させる面がある。この点は、日本の金融政策が人為的に低金利を持続したときに起こるリスクとして警戒していくことも必要であろう。しばしば日銀の追加利上げに関して、「今はインフレリスクが見当たらないので、0.25%を動かす必然性はない」という反論が行われる。

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。見通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。

しかし、インフレリスクがないことが、超低金利の影響に全くマイナスがないことを意味するわけではない。

日本の超低金利が、欧米に比べて低すぎる印象が強い。例えば、ユーロ高に苦しんでいる欧州圏では、政策金利は3.5%で、コアCPI前年比1.5%を差し引くと、実質金利2.0%である。それに対して、日本は政策金利0.25%で、コアCPI前年比0.1%なので、実質金利は0.15%である。潜在成長率2%前後で日欧では大きな差がないのに、実質短期金利は大きな開きがある。この金利差が、ユーロ円レートの下落を促し、欧州首脳からの不満を呼んでいると考えられる。

ところで、日米間でも大きな差があることは変わらない（米国政策金利5.25%、コアCPI前年比2.6%、実質金利2.65%）。にもかかわらず、ポールソン財務長官は、円安に寛容なのはなぜなのであろうか。ひとつは、円が実力以上に切り下がっていることについて、間接的にドル価値を割高に演出している関係を好ましいと思っている節がある。実は、各国通貨の中でドル価値も趨勢的に下落しており、円とドルがカップルになって下落する構図がある。その関係の中で、円が実力通りに切り上がれば、ドル安に歯止めが利かなくなるリスクがある。米国は、対米資金流入を維持したいという意図を持っており、そのときドル安は好ましくないことになる。

ドイツのG7では、米国が欧州の円安警戒の支持に回るのか、それとも放任するのか、そこに米国通貨政策の意図を読み取ることができる。もしも、G7で米国が円安を放任したとき、その後2月20・21日の日本の政策決定会合で、日銀の追加利上げを見送られれば、円安傾向がさらに助長される可能性がある。