

ドル弱体化に巻き込まれた円高

～円資金の流動性供給仮説～

発表日：2007年11月13日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

ドル円レートは、円高が急進し、110円をはさむ展開となっている。この動きは、（1）ドル安が加速する中で、円には潜在的な買い圧力が作用していることと、（2）円キャリートレードで高金利通貨が買われてきた流れが解消されて、ドル安圧力が一気に円に買いに向かった要因、の2つがある。円資金は投機マネーと親密であり、金融市場にショックが加わると、「質への逃避」＝長期金利の低下が起り、それと連動するかたちで円高に見舞われる。今後、金融ショックが続く2007年度下期は100円台に振れることもあろうが、2008年は114円/ドル近辺に戻っていくだろう。

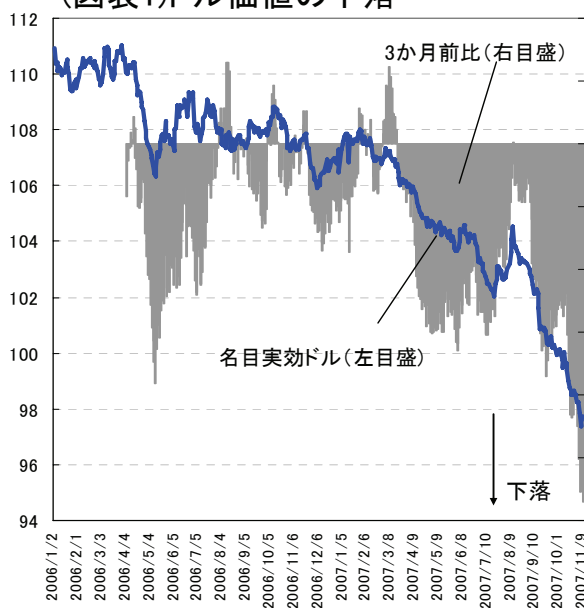
円高の背景

これまで対ユーロでドル安が進行しているのに、ドル円レートには異様な位に円高方向には動かなかった。今の円高は、ここにきてその構図が崩れた格好になっている。

なぜ、ここで円高が起こるのかを理解するには、①加速するドル全面安、②円が対ユーロ・対高金利通貨で円高修正が進んでいること、の二段論法で考えていく必要がある。趨勢的なドル安は3か月前比でみて、▲6%近くも下落するペースになっている（図表1）。基本的に、ドル安が進むから、その圧力が円高に向かわせる。ところが、最近まではドル安基調の中で、ドルと他国通貨の間では、高金利通貨の方に買い圧力がかかりやすく、ドル円はかやの外にあった。それが修正されたことが、高金利通貨下落+円高という動きをもたらしたと考えられる（図表2）。

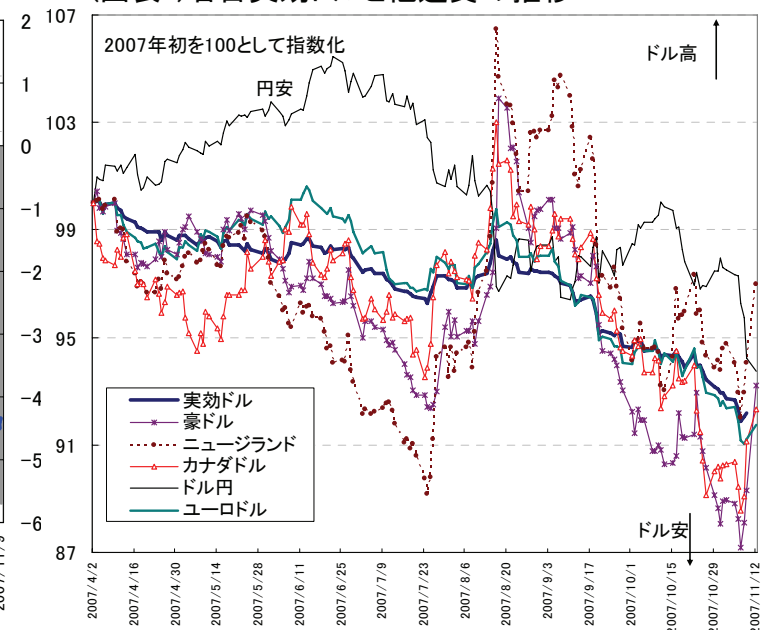
さらに、言及だけに止めるが、9月30日に施行された金融商品取引法の下で、個人の外貨建て投資信託の購入が手控えられており、それが日本から海外への流出を小幅に止め、これまでの円売り圧力が弱まったことも無視できない。以下では、今後のドル円の行方を考える上で、円を取り巻く通貨のバランスを整理しておきたい。

（図表1）ドル価値の下落



出所：FRB(米国連邦準備理事会)

（図表2）名目実効ドルと他通貨の推移



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。

サブプライム問題とドル安

ドル安の背景には、8月頃から本格化したサブプライム問題があることは言うまでもない。個別金融機関の傘下にあるファンドの運用失敗に端を発した損失問題は、ABCP 市場の資金調達難へと波及し、さらに証券化商品の価格下落が金融機関の損失拡大へと展開した。日本・欧米金融機関が「サブプライム問題で損失を被った」と報道されるが、その損失は必ずしもサブプライム・ローンそのものを組み込んではいない。正確には、一部のCDOにサブプライム・ローンを証券化したRMBSが組み込まれていたことで、証券化商品全体に買い手がつかずに値崩れが起こったということである。金融機関は、市場の機能不全の悪影響を予期せぬ損失として被った。損失が事前予想を大きく上回ったことは、個別金融機関の評価基準が甘かったこともあろうが、証券化市場がシステミック・リスクに見舞われたことが主因である。

FRBは市場の機能不全と、实体经济への悪影響を遮断することを企図して、早め早めに金融緩和に打ってきた。利下げは、景気てこ入れの効果を発揮するであろうが、副作用としてドル安を併発させる。ドルは、米国金融市場に対する懸念と、利下げの双方が影響するかたちで、下落ペースを速めていると理解できる。

もうひとつ、ドルの低金利が嫌気されている背景には、世界通貨ドルとしての限界がいよいよを表面化しているように思える。ドルと産油国通貨や新興国通貨の間には、ドルペッグ制があって、米国が利下げをしたとき同時にドルの平衡操作や金融緩和を行ってレート維持をしなくてはならない仕組みになっている。現在、新興国などでインフレ懸念が高まっている中で、基軸通貨ドルの金利が低下していくことは、ドルペッグ制を採用している国々には苦渋の決断を迫る。下手をすると、インフレに火に油を注ぐことになりかねないので、いくつかの国ではドルペッグの停止といった思惑が現れてくる。達観してみると、今の状況でFRBが利下げに踏み切ったことは、ドルの信認を揺るがしているのである。

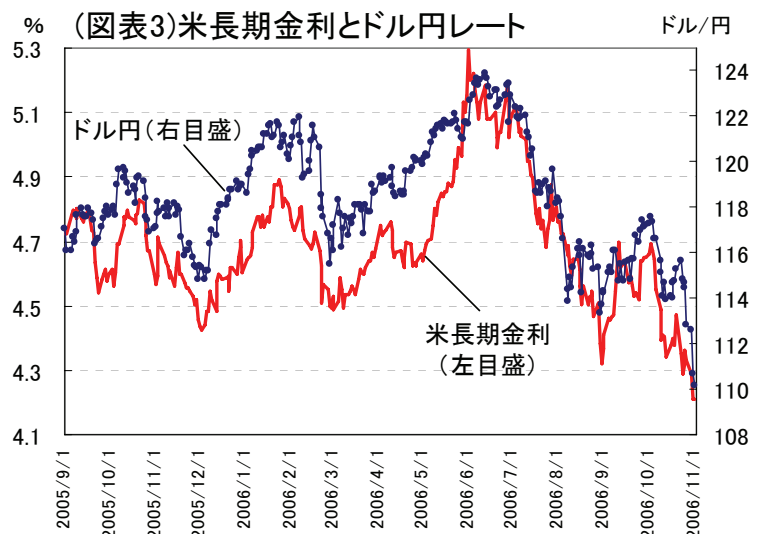
投機の円安の巻き戻し

冒頭にも触れたが、ドル安が進む一方で、これまでドル円レートは不思議なくらいに円高圧力を受けてこなかった。この一因は、ユーロや高金利通貨がドル安圧力を一手に引き受けてくれていたことがある。ユーロは最高値を更新し、豪ドル・カナダドルなども上昇してきた。

しかし、11月6日のECB理事会が金利据え置きを決定し、同日に豪中銀が追加利上げに踏み切ったことは、ひとつの節目をつくった。その節目に高値警戒感もあって、豪ドル・カナダドル・ニュージーランドドルなどが反落した。折りしも、米国の金融市場では金融機関の決算で悪い材料が台頭した。投機マネーは、一旦、「質への逃避」で債券市場にシフトして、長期金利は低下した。

ドル円レートの円高修正は、これまでドル安圧力を引き受けていた高金利通貨やユーロの下落と対照的に起こっているように見える。高金利通貨の高所恐怖症の修正が、円安傾向の見直しに働いたという見方ができる。

ドル円レートの推移をみると、2007年に入ってからユーロドルは名目実効ドルとほとんど一致するかたちで変動してきたが、ドル円はほとんど明確な連動はみられなかった。むしろ、ドル円が近似した動きをみせていたのは、米国長期金利（ないし日米長期金利差）であった（図表3）。



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。

この背後にあるメカニズムは、投機マネーが活発化するとき、長期金利が上昇すると同時に、円キャリートレードによって円安が起こるといことであろう。高金利通貨が買い進まれるエネルギーとして、円キャリートレードの流動性供給がある。円キャリートレードで割安の円資金が調達されて、豪ドル・カナダドル・ニュージーランドドルなどが買われる。それが円売りの作用をもたらすのである。

ここにきて、米国金融機関の決算が予想外に悪化したことは、米国で「質への逃避」を起こした。投機マネーの逆回転で円高が起こったのである。同じような図式は、2007年中をみても、2月・8月の世界同時株安でも起こっている。今は、趨勢的なドル安の引力が以前よりも強まっているので、円キャリートレードの解消幅は、2月・8月よりは小さいながらも、円高への反動は大きくなっていると考えられる。

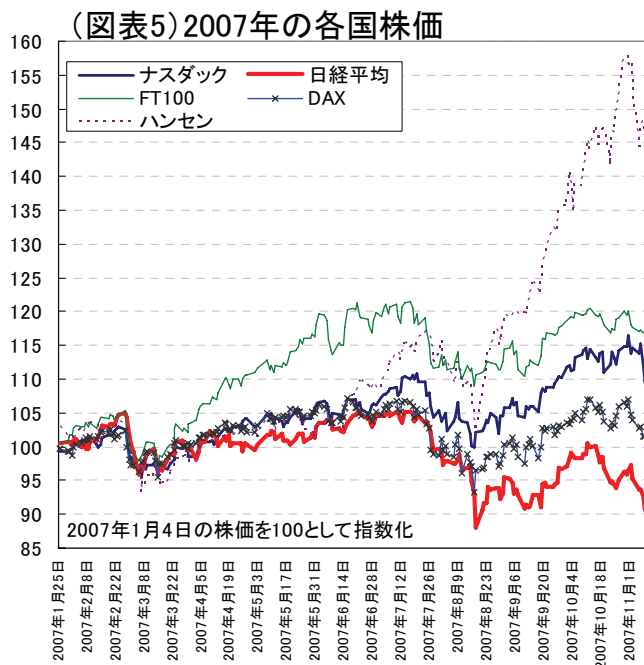
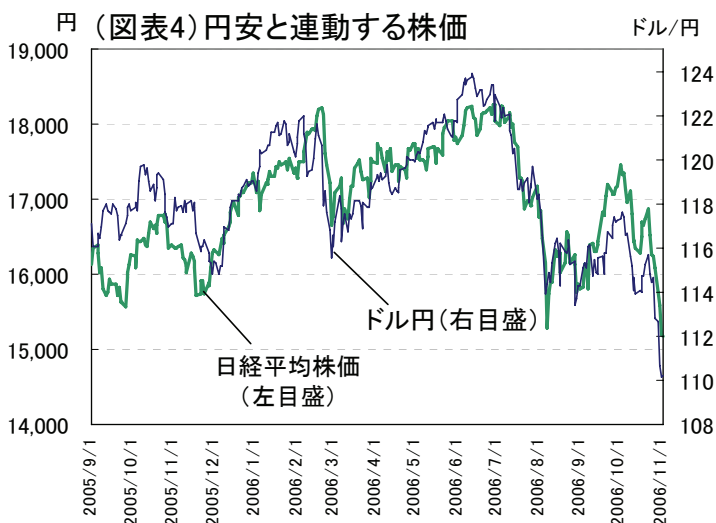
過小評価される日本株

もうひとつ、円安に連動する相場変動として、日経平均株価の動きも言及したい。日本株の動きが、円安と連動していることは広く知られている(図表4)。実体面からは、「円安が輸出企業の収益拡大をイメージさせて株価上昇になる」と説明されるが、それとは別にマネタリーな説明もできる。それは、円安が投機的取引を活発化させるとき、同時に債券から株式への資金シフトを起こし、世界各国の株価が押し上げられるという見方である。新興国の株価まで含めてみると、円安が起こっているときは、新興国株価の急上昇が目立っている。円安の動きは、世界の投機マネーのシフトをよく反映している。

だが、世界の株価が同時に動くことと並行して、日本株が各国株よりも常に過小評価されている点は気になる(図表5)。海外投資家を買ってくるときには日本株を買い進まず、売ってくるときには日本株を率先して売ってくる。日本株が過小評価されてしまう原因は何なのだろうか。

この点は、理解は半ばであるが、円の価値が下落してきたことが嫌気されている可能性はある。為替の見通しに円安バイアスがあることは、円安による資産価額の低下を嫌気して売られやすい素地をつくり、海外投資家が円資産を買い進みにくい背景になっているかもしれない。

円安環境は、日本国内の投資家には有利に働いても、対照的に海外から円資産を保有しようというときにはそれが不利に働く。円キャリートレードが、新興国株価などには間接的にプラスに効いても、日本株がそこから遠い距離に置かれてしまう。これが、日本株が相対的に不利に扱われる背景の一因になっているのではないかと。日本株が低迷する原因は、国内の投資家の側にも大きな要因があるだろうが、海外投資家には円安バイアスの要因があると指摘できる。



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。

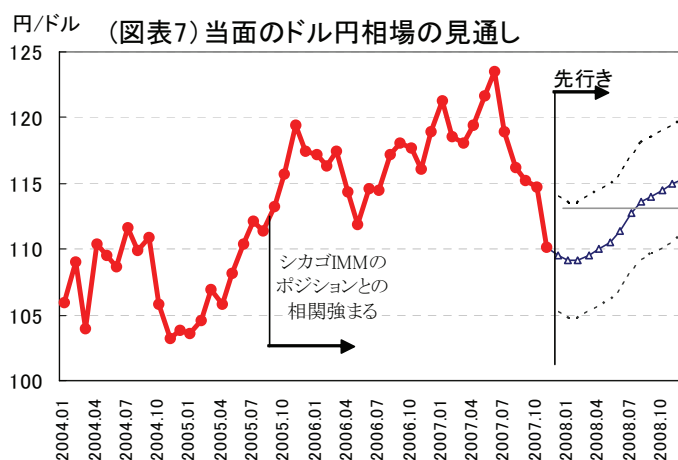
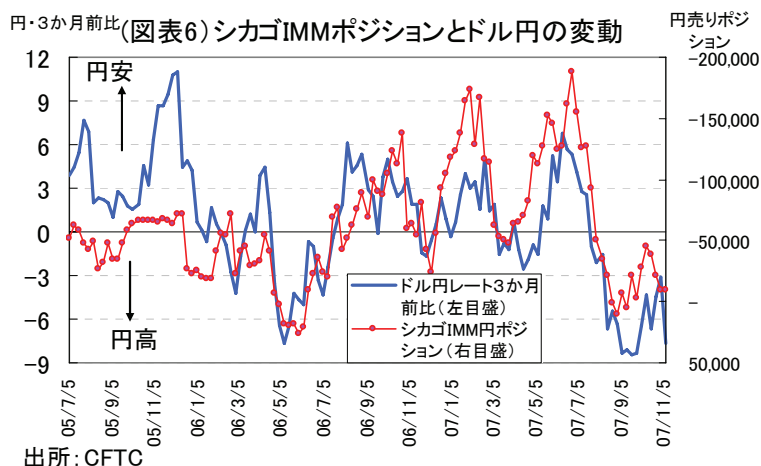
趨勢的なドル安の中で、円安に振れる局面も

現在のドル円レートは、名目実効ドルとのバランスでいささか買われ過ぎの様子がある。ドル円レートの中には、投機マネーが円安に向かわせる要因がある。例えば、シカゴIMMの円売りポジションは、ドル円の3か月間の変化幅とオーバーラップする(図表6)。この円売りポジションを計量的に除去して計算すると、円キャリーのポジションが完全に解消されても、円高への修正は114円/ドルに止まる。この数字は、図表6で相関関係が強まった2005年9月から2007年10月のデータについて、円売りポジションをゼロにしたときの中心値を計算したものだ。言い換えれば、円キャリートレードの円安バイアスがなければ、ドル円レートは114円/ドル程度の水準が妥当と考えられる。

これらの材料を背景に、年内のドル円レートのレンジを考えると、しばらく揺り戻しの影響が残存しそうなことを勘案して、108～112円/ドル程度(中心値110円/ドル)に落ち着くと予想される。もう少し先まで見通すと、2008年は緩やかに114円/ドルの水準に戻っていくかたちになると予想される(図表7)。2008年上期は、

日本の消費者物価コア指数が1～4月にプラス幅が大きくなることや、米国金融市場で証券化商品の値下がりや2008年春先まで大きくは改善せず、ドル安・円高に振れやすいだろう。2008年上期のドル円のレンジは105円～114円、中心値110円程度で推移し、その後、米国で金利低下効果が表れてくると、レンジは110～119円/ドル、中心値114円/ドルに戻っていく。

ただし、米国の金融緩和が長期化すると、たとえ景気をソフトランディングさせたとしても、投機マネーが相場を大きく乱高下させるリスクが残る。そうなると、ドル円のボラティリティも大きくなると予想される。



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。