

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1800号 2005年10月24日(月)

《 capital outflow is promoting lower yen 》

今週のレポートは「進む円安、その先行き」を取り上げます。ポイントは以下の通り。

1. 堰を切ったような円安が進んでいる。一人アメリカのドルばかりでなく、ほぼ全主要通貨に対する円安進行が特徴。大きな要因は、日本経済の先行きや資金移動に関する日本の投資家（主にお金を動かせる個人投資家）のパーセプションと実際の行動が従来とは大きく変化したことと、それにその変化を誘発している日本と他の諸国との大きな金利差である
2. 関心を集めるべきポイントは、「いつ円高が再燃するか」ではなく、「円安はどこまで進むか」に移した方が良い状況だ。日本の内需は盛り上がってきてはいるが、日本の黒字体質を変質させるほどにはなっていない。その中で黒字を増やす可能性の高い円安進行は、時間の経過とともに海外から「円安批判」を呼ぶ可能性がある。時期尚早な印象もあるが、当局は円の下げをスピードダウンする意味でも、国内金融情勢の引き締め、さらには金利の引き上げの動きを加速せざるを得ないかも知れない。加えて言えば、その先には「円安阻止の為の介入」の可能性も出てくる
3. ただし「円安阻止介入」が具体的に議論されるのは、円安が対ドルで125円を過ぎてからだろう。筆者は、円の下げが最近において速すぎることを十分承知し、かつ円の反発がいつあってもおかしくない状況であることを承知した上で、中期的トレンドとしての円安はしばらく続く可能性があると見る

為替を少し注意深く見ている人間にとっては、最近の円安進行の程度は、その範囲とスピードの両方において、目を見張るものであるに違いない。筆者はこの原稿を書くに当たって最近2ヶ月のドル・円、ユーロ・円、ポンド・円、オージー・円、ニュージー・円、カナダドル・円、スイス・円のチャートを出しているが、その全組み合わせにおいて、円は過去一ヶ月あまり着実に各国通貨に対して安くなっている。つまり、円以外の通貨を軸に置いたチャートの場合、すべて右肩上がりである。

むろん、通貨によって差はある。一番円安のトレンドが明確なのはドル・円で、目盛りの取り方にもよるが、右上45度に綺麗にラインが伸びる。むろん、その間には円が反発した局面もあるが、それらは円安トレンドの波の中に飲み込まれている。ユーロ・円での円安は

ドル・円で円安にやや遅れて始まっているが、その分だけ最近における対ユーロでの円安は加速気味。最近での円安加速がもっと目立つのはポンド・円で、チャートは右に鎌首のように上がっている。ニュージー・円も同じような動きだ。金利差があまりないスイスと円との関係もそう。

最近になってもやや円安の動きが鈍いのはオージー・円とカナダドル・円で、この二つの通貨の対円相場はやや気迷い気味にあるように直近では見える。しかしこの二つの通貨についても、9月初めからの動きは「円安トレンド」で明確だ。

《 Japanese investors are changing investment attitude 》

景気が回復し、株も上昇し、そして国内政治も小泉首相の政治基盤が盤石になる中では、通常はその国の通貨、つまりここでは円が買われるのが自然のように見える。特に過去の貿易取引を中心に置いた為替観から言えばそうである。実際に円買い圧力は、日本の対外収支の黒字、海外の投資家の日本株買いなど目に見えるものでも数多くある。市場関係者の中にも、何かあれば円高局面になった時代を忘れられない人もいる。

しかし重要なのは、資本の流れが大きく変わったことだ。資本の流れが貿易で生ずる為替の動きを相殺し、今は強烈に「円安」を先導している。貿易の黒字、つまり円買い要因を消して余りあるのだ。輸出業者も、昔ほどは輸出予約を取り急ぎはしなくなっている。

まず、財務省の国際収支状況（付表3 対外・対内 証券投資 <http://www.mof.go.jp/bpoffice/bpdata/pi/p1bop.csv>）を見れば、円安の根本原因が分かる。暫定を含めて今年1～8月で、株式で1兆3695億ドル、債券で1兆37846億円の資本の純流出が発生していることが分かる。合計は1兆541億円に達する。

これを一月月平均にすると1兆9000億弱。年によって変わり、昨年場合は12月に日本からの対外証券投資純流出額は大幅に減った、という経緯もある。従って先読みは危険かも知れないが、今年一年間の日本の純証券投資額は2兆円（月平均の1.2倍は2兆7300億円）の大台に乗る可能性が高い。日曜日の日経新聞によれば、これは1986年（2兆5500億円）以来の高い水準である。

筆者には手元に統計がないが、この日経の記事は「日本の株高が続いた9月以降も流れは続いている」としている。これは筆者の実感でもある。第一に、海外の債券に投資する投資信託の残高が急増している。売り出されるたびに売れ行きは凄まじく、今月20日現在の純資産残高は4兆8700億円で年内にも5兆円を上回る可能性が高い。株式でも、インド投信など高い売れ行きを誇るものが多い。インド株投信は明らかにキャピタル・ゲインを狙っている。

キャピタル・ゲイン狙いの海外株投信の増加を遙かに上回る海外証券投信の純投資額の増加には、いくつかの要因がある。しかし、最大の要因は「金利差」だ。日本の長期金利は上がってきたと言っても1.5%前後にある。対して、海外の金利は通常の景気回復期に比べれば、また石油価格の上昇期にしては低い。スイスなど一部の国を除けば、それでも

4%を遙かに上回る水準にある。つまり、日本の投資家は海外に資金を出すことによって、2.5%以上の金利差を享受できる。この金利差は大きいし、日本の投資家にとっては魅力だ。

加えて、海外投信を含めて投信の販売ルートが多様化したことが挙げられる。つい最近まで「投信」は預金と株投資の中間にあって、それほど多くの日本の投資家が手がけるものではなかった。特に海外投信はそうだ。しかし、今は投信の販売ルートはどこにでもある。銀行にもあるし、証券会社の窓口も増えている。加えて、郵便局の窓口でも買えるようになってきている。言ってみれば、「ルートが出来た」のである。日本の個人投資家は投信という形で、海外の証券を簡単に買える。

海外投信販売の急増には、新商品の登場も大きな要因として指摘できる。金利の低い通貨を売って高い通貨を買えば、スワップメリットが生ずる。土日を問わず、365日毎日付く。これは為替の先物取引をすれば直ぐ分かるが、これを加工することを含めて「毎月分配型」といった投信を作ったことが日本での投信、特に海外投信ブームに火を付けた。これは、まるで高齢者が子供からの毎月のお小遣いをもらうような、また家賃収入が入ってくるような形であり、配当が毎月目に見えるという点で、「本当に運用してもらっている」という安心感もある。特に高齢の資産家のニーズに合った。

投信を組成し、それが売れば売った証券会社は円を売って外貨を買わざるを得ない。むしろ、売り買いのタイミングはファンド・マネジャーの裁量に任されるケースもあるが、時間の多少の前後はあっても、対象国通貨を買わざるを得ないことに間違いはない。

加えて円安の原因と見なされるのは、海外の投資家も当面の円安トレンドを見切った資金運用をしていると言われる。今までは、日本に投資するときには、「円高期待」からオープン投資が多かった。日本に資金を入れ、キャピタルゲインを狙った上に、為替で円高によりゲインが出来たら、二粒美味しいということになる。しかしこれだけ円安基調が定着してくると、彼らの行動も違ってくる。日本の株式購入などで円を買っている海外の投資家は、円安トレンドの長期化を睨んでオープンではなく売り予約を行っている。いつかは買い戻されるものだが、当面の円安には寄与する。

《 psychological and long-lasting impact on the mart 》

こうした資本の流出を背景とした円安は、どのくらい持続性があるだろうか。海外投信の流通ルートが多様化したということと合わせて、以下のようなポイントが存在することも考えておく必要がある。

1. 一つは成功体験の醸成である。普通、周囲の人間がやっていない投資を行うのは、目先が利く一部の人々であり、大部分の人はそれを見守る態度を取る。新しいことを行う人が成功するかどうかを見ているのだ。そういう意味では、日本と他の国々との金利差が保たれる状態が続いている現在の状況下では、対外投資は素早く始めた人に

とってかなり大きな「成功体験」になっており、日本ではその体験は今まで慎重だった人々にも徐々に広がりつつあると思われる

2. その程度が進むと、それは一種の「流行」になる。一般に経済に詳しい人ほど、「この投資は有利だから」といった説明をするし、多くの投資家もそれを理解して投資を行っているように見える。しかし客観的に見ると、「そうすることが流行だから」という理由で投資を行っている人が結構いる。特に素人はそうである。そしてその流行は大きな失敗を何回か繰り返すまで続くのが通例である
3. 日本の対外投資は、戦後一貫して続いた円高の中で、概ね失敗の連続だった。なぜなら、オープンにすれば金利差に伴う利益など直ぐに消え、ヘッジをすれば利回りは落ちた。大部分の機関投資家はその後遺症で今でも対外投資には消極的である。社内ルールがそうなっている。しかしここに来て日本の投資家、特に個人の投資家は本当の意味で資産を外に持つことのメリットを確認しつつある
4. 加えて、日本の対外投資が特に個人投資家のレベルでは始まったばかりであり、個人の資産に占める外貨の割合は依然として低い状況である。日本の個人投資家の間には、それが正当かどうかの議論は別にして、少子高齢化が進む日本の先行きに対する漠たる不安、それに伴う先行きの「円安予想」が強まっていると考えられ、この懸念と対外投資での成功体験が重なっている。将来の円安予想は、専門家の間でも強い
5. 日本における個人金融資産の量的規模拡大の中で、資金を自由に動かせる人は増加していると思えるし、今後も増加するだろう。今後数年以内に、段階の世代には大量の退職金が入る。彼等はその前の世代に比べて、遙かに経済知識、マーケット知識の豊かな人々であり、彼等がお金を振り向ける場所の一部が海外であることは容易に想像できる。かつ、今は彼等には親の遺産が入る時期でもある

こうした考え方、背景に基づく日本からの資本の流れは、かなり長い期間続くと考えるのが自然である。なぜなら、まだこの大きな流れは、端緒についたばかりだからだ。

よって、かつて輸出業者が円安になればなるほど「ドルを売るチャンス」と考えたように、日本の個人投資家の間には円が高くなればなるほど、「外貨買いを行うチャンス」と考えるだろう。こうした状況で予測できるのは、「基調は円高、円安は一時的」という90年代までの「為替の常識」の転換である。今後は、「基調は円安、時に円高」と考えた方が良い。

むろん、円がどのくらい反発する局面があるのか、それがどの程度ディープになるかはその時々で変わってくる。しかし一方で、外国為替市場には新しいタイプのプレーヤーが台頭してきていることも忘れてはならない。それは、殆どプロはだして為替先物市場に参入してポジションを動かしている個人投資家である。このことに関しては、9月19日のレポート(第1975号)にも書いたばかりなので改めては書かない。しかし、最近の為替先物を扱っている各業者の預かり資産の伸びの高さは、この市場をあたかも「外貨預金の代替

市場、「しかももっと有利な市場」として使っている投資家の増加を示唆しており、こうしたレバレッジ使用の投資家の円高局面での外貨買いの強さを想像するなら、今後の円高局面での外貨買い圧力の強さは容易に想像できる。

《 how to stem the decline of the yen 》

そういう意味では、今後とも時々の円高局面を織り込みながらも、円の各国通貨に対する円安トレンドは続くだろう。その場合に問題になってくるのは、「誰が円安の流れに歯止めを掛けることができるのか」だ。アメリカの自動車業界の苦境などと考え合わせると、今の好調な経済を誇る日本が、あまり自国通貨安に見舞われるのは賢明ではない。それは、ハイブリッドなどでの自動車の躍進は日本メーカーの成果だとしても、為替の動きはしばしば非論理的な政治的動きを誘発するからだ。しかし、日本の個人投資家の外貨ニーズは当面勢いを失わないだろう。

円安の最大の要因が「金利差」である限り、この金利差が縮小することが「円安阻止」「円安のスピードダウン」には最も近道だ。そのためには、海外の金利が下がるか、日本の金利が上がる、その両方が同時に発生するの三つのケースしかない。原油60ドル時代にあっては、世界各国の金利は上昇気配である。今は海外諸国の金利の方が先行して上がっているので金利差が拡大して円安が進行している。

24日の朝日新聞の一面トップは「量的緩和、来春にも解除」で、一般紙にも日銀の量的緩和解除が一大ニュースになってきた典型的な例だが、来年の春でもゼロ金利の解除には時期尚早だと考えられる。日銀は乗り気かも知れないが、政府部内には慎重論が財務省を中心に強い。

しかし、現在以上の速いペースでの円安進行は、恐らく125円を過ぎたあたりから日本政府にとっても頭痛の種になるだろう。「景気好調下の円安」は、国際的にはなかなか受け入れられない環境だからだ。苦境に立ち至っているアメリカの産業界などからは、「円安批判」が出る可能性も高い。それは、アメリカのみならず、世界の各国から出る可能性がある。

日銀が量的緩和の解除を宣言したときには、円には一時的に円高圧力がかかる可能性がある。しかし筆者の予測によれば、それによる円高が長続きするとは思えない。市場参加者が「日本の金利上昇の時期接近」を予測するだけで、実際には金利は上がらないからだ。日本の長期金利もその時点では上がって2%超だろう。まだ諸外国の長期金利水準からすれば低い。

よって金利差をベースにした円安は、日本の金利が実際に上がり始めるまであまり間断なく続く可能性が強い。もしそうだとすると、円安を阻止する、そこまで行かなくても円安のペースを遅くするためにも、日本の金利をやや早めに上げる必要な事態が生ずる可能性がある」と筆者は考える。

今週の主な予定は以下の通り。

25日(火曜日)	米9月中古住宅販売 米10月消費者信頼感指数
26日(水曜日)	9月貿易収支
27日(木曜日)	米9月耐久財受注 米9月新築住宅販売
28日(金曜日)	9月全国、10月東京都区部消費者物価 9月鉱工業生産速報 9月家計調査 9月労働力調査 米7-9月GDP速報値 米10月ミシガン大学消費者センチメント

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日はまだはっきりしませんでした。日曜日は良い天気でした。徐々に寒くなってきている。もう雨はけっこうですが、寒くなると空気が今度は乾燥する。乾燥すれば、風邪などがはやりそう。お気を付けて。

久しぶりに日米の野球をゆっくり見ました。それにしても、今江という選手は素晴らしい。明るいいし、ガッツが顔に出ているし。8打席8連続安打の日本シリーズ新記録。渡辺俊介も素晴らしかった。何よりも落ち着いているのがよい。「calm」という単語がピッタリの投手だった。ロツテは強い。

それに対して、阪神は金本、今岡が2試合終わっても未だノーヒット。これじゃ勝てない。1イニング3ワイルドピッチというのも今の阪神を象徴している。しかしこのまま終わっては面白くない。アメリカでもワールド・シリーズの試合が始まった。井口が第一試合を見る限り、ちょっと調子が悪い。それにしても、まだ松井がプレーしていないのが寂しい。

皆さんには、良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》