

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1841号 2006年08月28日(月)

## 《 strengthening trend for lower yen 》

全通貨に対する円安が続いている。

対米ドルでは躊躇を伴いながら  
対カナダ・ドルでは最近になって足早に  
対ポンドではしばしば大幅に  
対ユーロでは実に着実に  
対豪ドルでは時々の下げを織り込みながら  
そして対ニュージーランド・ドルには時に大きな円高調整を織り込みながら

円安が進行している。過去2ヶ月余りのチャートを見ると、そう表現できると私は考えた。

様々な通貨に対する円安の進行パターンは当然ながら違う。しかし、今の外国為替市場の動きをひとくくりに表現すれば、「全通貨に対する円安」が続いているのである。なぜこれほど円が売られるのか。逆に言えば、円以外の通貨が買われているのか。誰が買っているのか。今の市場の特徴は。その背景は。

筆者の推論は以下のようなものである。

1. 現時点の為替市場で何よりも重要なファクターになっているのは、為替市場で金利差を取りに来始めた日本の個人投資家の存在だと思われる。貿易がらみの資金の動きが為替相場の流れを決めているという考え方の人々は、対外収支での日本の黒字故に常に「円高の可能性」を指摘する。しかし輸出企業の為替ヘッジも複雑化し、企業の輸出入も様々な国での生産と流通を経由する中で、貿易分を出ている黒字はそのまま外国為替市場における外貨の余剰という形では顕現化していない。貿易が為替におよぼす影響は低下している
2. 今金利差で動いているのは個人のお金である。「資本」というと以前は大手機関投資家の動きが注目された。生保や信託のそれだ。しかし、これら機関投資家の資本構成の脆弱化や、リスク・アバーズな姿勢が鮮明になる中でかつての相場決定者の地位を失った。こうした中で、今もっともボールドに資金を動かせ

るのは個人投資家だろう。これらの投資家は今までにない形で外国為替市場に参入してきている

- 3 . 日本の個人投資家が注目しているのは、資産を外貨建てで持つことの金利的優位さである。低い日本の金利で資金を持つことにはメリットはない。日本の株価上昇も一巡した。こうした中で、日本で大幅に増えているのは投資家の間に外貨資産、特に金利の高い通貨を持つ動きの強まりである。外貨預金や外貨建て投信を増やす動きも増えているが、静かに人気を集めているのは外国為替の先物証拠金取引だろう。日曜日の日経記事ではないが、頭が2000年代に入って33円しか動かない中で、「為替とはすなわち金利である」との認識が投資家の間に強まっている
- 4 . 外為証拠金取引は、商品として金利差を最も効率的に取得できる為替取引である。なぜなら、同取引においては毎日の為替スワップ・メリットは、レバレッジで投資資金の約10倍に達するノーションナルな元本に対する金利として毎日投資家の勘定に落ちてくるものであるからだ。これは個人投資家にとって大きな魅力だろう。さらに頭が右方向への動き（つまり円安の方向）を強める中では、今の環境は「二粒美味しい取引」となっている。実投下資本に対する為替証拠金取引の利回りは極めて高い
- 5 . いつの世の中でも、「成功体験」はじわりとその種の取引を増大させる。そしてそれはまたその種の取引のピーク接近をも意味するが、誰もそのピークがいつ来るのかは分からない。去年末に短時間に生じた為替市場の急激な円安から円高への転進は、外貨ロングでの為替証拠金取引の抱えるリスクを端的に示しているが、それが分かっている投資家は今のところ少ないと考えるのが自然である
- 6 . 「成功体験の積み上がり」は、当面円高局面での外貨買いの繰り返しをメイン・シナリオとするだろう。つまり円高があっても、その度に外貨買いが時間を置かず生じて、その結果円安に再び移行する、という展開である。金利の高い通貨を持ち続けられる時間的余裕に比較して、金利の高い通貨を売り持ちすることの苦しさは、今や個人投資家の間にも浸透している
- 7 . 現在、日々の東京外国為替市場の出来高の2割は、外国為替証拠金取引を背景とするとされる。まさに「塵も積もれば」の世界だが、そのネット経由の取引の透明性と広がり、そして成功体験の積み上がりを勘案すれば、この取引は外国為替市場の基本的なバイアスを大きく円安に傾けさせていると考える

### 《 biggest factor is interest rate differentials 》

外国為替に関する古典的な考え方によれば、今の日本の経済状況（景気が回復過程にあり）や、持続的に続く日本の対外収支の黒字は、円が各国通貨に対して強くなる、つまり

円高になっておかしくない状況である。しかし実際に進行しているのは円安だ。しかも、最近では全通貨に対する円安の進行が特徴的だ。様々な理由が指摘できよう。北朝鮮がミサイル発射に続いて地下核実験の用意をしている、などの地政学的なリスクを指摘することも可能だ。しかしそれだったら、韓国のウォンは日本の円に比して比較的しっかりした動きをしているのは理解に苦しむ。

先週の場合は、総務省が発表した全国消費者物価指数が予想より低い伸び率になったことが、円安に拍車をかけたとされる。同指数に関する記事は、月曜日の日経金融にもある。「同指数の低い伸び 日本は金利引き上げは当面ない よって日本とその他の諸国の金利差縮小はない」という見方が、円安に拍車をかけた。多分この見方は、最近の外国為替市場における大きな動きの一面を切り取ったという意味では正しい。機関、個人を問わず、今の日本の投資家にとって金利の高い外貨を持つことの意味合いは、あまりにも魅力的であるからだ。

一つ重要なことは、特に日本の個人投資家の資産に占める外貨の割合は、まだ非常に小さなポジションしか占めていないということである。にもかかわらず、これまでの投資効率は他の投資商品に比べて極めて良い。しかも株投資に比べて、極めて安定している。円安が進行しているし、かつ金利が生み出す為替メリットが大きいからだ。ということは、多少の円高進行局面が起きても、日本の投資家には「絶好の外貨の買い場」が提供されたと受け止められるだけで、こうしたポジションが一気に円買いに転じるケースが少ないことを示している。最近でもっとも円高が急激に進んだのは去年の末だ。しかし、その円高を改めての外貨買いで向かった人に今は利益をもたらしている。

通貨によっては、外貨買いが投資家にとって大きな打撃になったケースもある。一時87円前後まで行きながら、その後短期間に68円台まで落ちたニュージーランド・ドル投資である。頭がこれだけ動くと、日本の投資家が持っているニュージーランド・ドル資産は大きく痛んでいると考えるのが自然だ。しかし重要なのは、金利の高い同資産は覚悟さえ決めれば毎日金利が入ってくるという意味で持ち続けられるし、持ち続ければ陽の目を見る可能性がある、ということだ。実際のところ、最近のニュージーランド・ドルの対円相場は1ドル=75円前後まで上昇してきている。円高に抗って60円台でニュージーランド・ドルを対円で買い続けた人にとって、今の相場水準はメリットあったことになる。

いつの時代もそうだが、成功体験は友を呼ぶ。80年代後半の日本における株式ブームのようなものだ。誰かがその取引の成功体験を語り、それが新たな参加者を呼ぶ。日本の外為証拠金取引でもいまそういう状況が生まれていると考えるのが自然である。業界に対する監視の目が強くなり、資本基盤の弱い業者が一扫されたことが、この業界に対する信頼感の醸成に役立っている面もある。最近では、東京外国為替市場が機関投資家の市場だった時代に、東京市場最大のブローカーだったトウキョウ・フォレックスも市場参加を表明した。

しかし、あらゆるブームはいつか終わる。今の外国為替証拠金取引ブームがもっとも確

実に終わる事態を考えると、それは日本と他の諸国の金利差が大幅に縮小するケースである。だからこそ、今の為替市場は金利の動きに敏感であり、貿易統計にはほとんど関心を示さない。FRBと日銀の当局者の発言、議事録がなによりもの材料である。先日アメリカの自動車業界が「日本による円安操作」の相変わらずの非難を行ったが、外国為替市場の関係者でこの声に関心を示した人は少なかった。かつてだったら、多少は相場を円高に動かした材料である。

では日本と各国の金利はいつ縮小するのか。これは相当先だろう。日本銀行の今回の物価新基準では、DVDレコーダーや薄型テレビなど物価変動が下ぶれしやすい製品が選ばれており、物価統計が大きく上ぶれする可能性が小さくなった。経済や物価の構造も例えば欧州などに比べると遙かに柔軟性が高い。人手不足の現象が出てきている中でも、日本の労働賃金はあまり上がっていない。日本の金利水準は、世界の主要国の中で当面低い水準に留まり続けるだろう。

では、円安は続くのか。去年の末の急激な円高が一つの手がかりになる。当時もその直前には円安進行のピッチ加速という現象があった。足早な相場の動きは、どこかで無理をしている。例えば日本の個人投資家のレバレッジが過度に傾いた状況とか、政治的に円安の進行に対して警告が出る時などである。他の通貨に比してニュージーランド・ドルが大幅な円高に動き、今でも当時の87円近いレベルを回復していないのは、ニュージーランド政府が進む同国通貨高に強い警鐘を鳴らしたからである。

ということは、例えばドルの対円に対する高騰にアメリカ政府が正式に警鐘を鳴らしたら、それは大きな円高進行のきっかけになると見なすことが出来る。ポールソンが新財務長官に就任したときに何を言うのが注目されたのは、ある意味では当然である。過度な円安は、時に大きな巻き返しを呼ぶ。去年の末が良い例だが、個人投資家の間に広がった「成功体験」は、まだまだ大きな為替相場の決定要因として今後も東京外国為替市場を動かしそうである。

外貨ポジションを増やしつつある日本の個人投資家は、円安が進めば進むほど海外諸国政府の自国通貨高に対する関心が高まるという現実を踏まえた上で、レバレッジを低めに抑える努力などが必要になるだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

8月28日(月)

小泉総理、中央アジアを訪問(～31日)

8月29日(火)

7月労働力調査

7月家計調査(全世帯)

米8月コンファランスボード消費者信頼感指数

米FOMC議事録公開(8月8日開催分)

米ダラス連銀総裁講演

8月30日(水)

7月商業販売統計  
米MBA住宅ローン申請件数  
米第2四半期GDP(改定値)  
米第2四半期個人消費(改定値)  
米8月ADP社全米雇用レポート  
米ダラス連銀総裁講演  
バーナンキ米FRB議長講演

8月31日(木)

7月鉱工業生産(速報)  
7月住宅着工  
米7月個人所得・支出  
米7月PCEコアデフレーター  
米7月製造業受注  
米8月シカゴ購買部協会景気指数  
バーナンキ米FRB議長講演  
ECB理事会

9月1日(金)

8月自動車販売  
米8月雇用統計  
米8月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)  
米7月建設支出  
米8月ISM製造業景況指数  
米8月国内自動車販売  
米四半期住宅価格

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。久しぶりにゴルフをしました。何も知らずに富士桜に行ったら、「来週がフジサンケイ・クラシック」と。そう言えばもうあちこちにテレビ中継用の機材が持ち込まれていました。ラフが深いのかと思ったら、そんなことはない。普通通りでした。以前行ったことのあるプロ競技前後のゴルフ場は凄くラフを伸ばしていましたが、ちょっと驚き。「高地であまり芝が伸びない」との解説もありましたが、あと一週間でどう伸びるのか。

ゴルフと言えば、宮里選手の土曜日が凄かったので期待していましたが、結局彼女は3位タイでスタートし、5バーディー、1ボギーの68で回り17アンダーまでスコアを伸ばしたものの、優勝したロレーナ・オチョア(メキシコ)がもっとスコアを伸ばして7打差の4位で終了。残念でした。オチョアは-24という記録的なスコア。

しかし、通算17アンダーは宮里にとって今季最多アンダーの記録らしい。彼女の兄貴は米ツアーで同じ日に二度のエースを行うという快挙を成し遂げたし、そろそろ優勝の二

文字が見たいな、と思っているのです。彼女の4位は、6月の全米女子プロの3位タイに続く今季2番目に上位の成績だそうだ。

朝明るくなるのも遅くなったし、空気も秋らしくなってきました。9月になる前にこれほど秋を感じるのは最近数年間がない。短い夏だった印象。季節の変わり目は体調を崩しやすい。

皆様には良い一週間を。

《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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》