

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1461号 1998年10月09日(金)

〈 unprecedented 〉

今週の為替相場は、変動相場制が1973年にスタートして以来という大きな動きをしました。現在の「自由な相場の変動」を原則的に許容する制度が世界的にスタートしたのは同年の2月。筆者がちょうど社会人になる直前で、それ以来為替には深い関わりをもってきましたが、今週の為替相場、特にドル・円相場の動きは「2日で20円動いた」というその動きの大きさから言って、全く過去に例のないものです。

日本時間の9日朝現在の為替相場は110円台後半ですが、8日の海外市場では111円台もあった。水曜日の東京市場のそれは132円台がありましたから、この値幅は20円以上に達する。為替相場が一日に10円前後動くことは、過去においても例はあります。しかし、少ない。1978年10月31日のカーターのドル防衛策発表の折には、私の記憶ではドルは10円以上上昇した。また、ブラックマンデー(1987年10月)翌年の正月明けの介入でも、ドルは10円上昇したと記憶している。

しかし今回のように二日連続して一日10円の値動きが続いたことは記憶にない。全く過去に例のなかった動きです。マスコミは、「これは急激にドル離れが進んでいるため」とか、「米国経済にかげり」というような解説をしています。それらが原因だとしたら「二日で20円」の為替相場変動は大きすぎる。為替相場の動きに、あまり意味を与えすぎるのは問題だし、瞬間的な値動きは注目される割には実体の経済活動に影響を与えないことも確かです。

ロックアウト型オプションなど新しい金融商品が出てきていますから、従来よりは瞬時瞬時の為替相場の動きは实体经济に与える影響は大きなものになってきている。今回の相場も、このタイプのオプション取引が値動きを激しくしました。しかし、持続的でない相場の変動が経済に与える影響は、そのレートで交わされる取引の数が少ないという意味で、比較的軽微です。

しかし、値動きが激しくなってきたこと、それが繰り返し発生していることの原因は把握しておく必要がある。相場の変動が激しくなってきたのは、一人為替市場にとどまりません。ロシアの債券相場の値動きは、老獪なヘッジファンドさえも破綻寸前に追い込むに十分な激しさを持っていましたし、途上国市場からの資金の流出も目を今までの世界の常識をひっくり返すものだった。

昨日、一昨日の為替相場が大きく動いた一因が、「carry tradeの巻き戻し」であったことは明らか

かです。木曜日のウォール・ストリート・ジャーナルは、最近のドルの下げに関して

「 The drop also was driven by investors, including hedge funds, **selling dollars to pay back yen loans to compensate for losses in other financial markets**, traders said. Using the so-called **yen carry trade**, many investors borrowed yen at Japan's low lending rates, then invested that money elsewhere. ``Everyone who was doing the carry trade is getting killed'' in other markets, said Thomas Zimmerman, who manages \$8 million in currencies at Zimmerman Investment Management in Chicago. ``There's little liquidity and room for pain, so they're just bailing'' out of dollar-yen positions. 」

と解説している。carry trade とは金利が低い日本で円資金を借りて、例えばアメリカの国債(利回りは5%弱)を買っておくというような取引を指します。この間に円相場が他の諸国通貨に対して下落すれば、金利差と為替の両方で投資家は儲かるというわけです。円の返済が楽になりますから。実際にこれまではこうした carry trade は膨大な利益を上げてきました。円金利は低く、海外の金利は相対的に高く、為替はドル高基調だった。

こうした流れが大きく変わったのは、ロシアでの金融危機で世界中のファンドが大やけどを負い、ヘッジファンドの一つである LTCM (Long-Term Capital Management) が行き詰まったことです。どこかで負ければ、どこかで利益を出さなくてはなりません。この数年間を見ると、一番継続的に買われて利益がたまっているのは、通貨としてのドル、ニューヨークの株式などです。

今まで carry trade で大きく儲けていたファンドの多くは今ほど傷ついていますから、利益確定や、取引そのものの解消の動きが出れば、今までのトレンド(ドル高・円安)は大きく転換します。円高がトレンドとなりそうなら、今まで円を借りていた連中は、早く円を返済しなければなりません。返済額が外貨で大きくなるからです。

《 more technical factors 》

こうした動きが過去2日間に一気に出た。それに、類似取引をしていたか、ドルをオープン(ヘッジしないで)にしていた世界中の機関投資家(日本のそれを含む)がドル売り・円買いに参加したというわけです。その他の理由としては、

最初に述べた日本での金融機関健全化の動きや、景気回復への追加措置期待
東京の株価の大きな反発で、日本に対する見方が若干変化してきた
日本の金融機関などが、自己資本の拡充の為に海外資産を手放している
アメリカでは追加利下げ観測が高まっていて、「高金利国」としてのアメリカの魅力が低減している
アメリカ経済の先行きそのものに、今までの「過度の楽観論」が消えてきて、むしろ慎重な見

方が台頭している

などが挙げられる。しかし、主なドルの売り手としてLTCM、タイガーなどの名前が挙げられている現実を見るなら、今まで円を借りてドルを資産としてもっていた向きの円返済の為に円買いが相場変動の一因だったことは明らかです。これを「ヘッジファンド主導」と表現するのならそうですが、実は「主導」といふより彼らも「振り回されて」いる。それに、ノックアウト型オプションを狙った思惑的なドル売りでしょうか。

いつでも相場が一番動くときは、「損切り」の時です。多くの機関投資家で「損切り」は規則として決まっていて、やりくりの余地がない。大きな損切りが出たときには、相場の変動が一方通行かつ大幅になる理由です。これまで数年間の円キャリー・トレードの巻き戻し(損切り)が出たからこそ円はこれほどに急騰したのであって、これを経済のファンダメンタルズから説明しようとするのは無理です。むしろ、説明としてはファンダメンタルズ面の理由も挙がっては来ますが。

筆者の関心は、こうした為替の大きな変動のみならず、世界中の金融市場の動きがなぜこれほどまでに激しくなっているかという点です。今の債券、為替、相場の激しい動きが実体経済にとって好ましいものでないことは明らか。これでは契約を結ぼうにも結べない。2時間先の相場が読めなければ、常識的には一年先の相場も読めない。相場がパイプの中で踊っているとも言えますが、しかし常識的にはパイプの壁も薄くなっているように見える。

先行き不透明は、投資を減退させます。投資は利益を求めて起きるものですが、今ののような相場付きでは輸出をするにも、輸入をするにも、対外証券投資をするにも直接投資をするにも、落ち着いてできない。「ちょっと様子を見ておこう」という話になる。これは、相場変動に対するヘッジ手段が発達しても同じです。ですから、現在の激しいマーケットの変動は、世界経済にとって成長抑制要因として働いていると言える。価格変動が資源の再配分をしているといっても、111円に落ちたドルが次の瞬間には120円に戻っているといた環境の中で、資源の再配分が行われるとは考えられない。

《 IT technology and securitization 》

市場は、なぜこれほど動きを激しくしているのでしょうか。G7でも速くなりすぎた資本の動きを監視できないか、という議論になっている。既に述べたように、成長抑制要因だからです。しかし議論をする前に、なぜそうなっているかを見なければなりません。理由がわからずに対策は立てられないからです。

まず第一は、資本市場を巡る動きが神経質になっていることが挙げられる。神経質だから、ちょっとした情報で投資家は右往左往している。またロシアの金融危機や東南アジアの経済危機で、金融機関が軒並み世界的に収益力を低下させたり、体力を著しく落としている現実を指摘できるでしょう。本当は今のような時代は現金で持っていたいが、投資比

率を縛られているファンドもあるから、価格変動には世界中が神経質になる。価格はますます変動するというわけです。

第二は、レバレッジを使った資金調達の方法や、各種の新種金融商品の普及です。中にはリスクの所在が必ずしも明確でないものまである。こうした資金調達が膨大に及び、また必ずしもリスクの所在が一般の投資家に分からない金融商品の普及が、金融市場全体を不安定にしていると言える。

筆者は、もっと大きな時代の潮流の中にも、相場の変動を激しくしている背景があると考えています。ここで指摘するのは、二つです。「情報革命」と「証券化 (securitization)」。この二つは密接に関係している。コインの裏表のようなものです。

「情報革命」

まず相場を動かすのは、情報です。情報が、売りや買いを誘発する。勘で売る、勘で買うというのものもあるかもしれませんが、相場を大きく動かすような機関投資家の売り買いは、基本的には「情報」が判断のベース、誘因となる。短期的なものでも、長期的なものでもそれは問わない。「情報」という点では、コンピューターが通信と見事に結合した今の時代は、歴史上例のないほど潤沢に、かつ安価に「情報」が世界中に行き渡っている時代だと言える。それはしばしば普通の人が咀嚼できないほどの量に達している、と言えるでしょう。

しかし重要なのは、「完全な情報」などというものはこの世には存在しない、ということです。情報はかならず「不完全」で「断片的」なものです。その分量が増えてもこの事情は変わらない。第一に、「情報」とは必ず大きな事象の一部を切り取って伝わってくるものです。その伝える言語や映像にも、限界がある。

第二に、受け取る人間のサイドに、理解力、咀嚼力、経験の差など多くの障害がある。これは人によって違いますが、情報感度の良い人でさえ、自分の体験の領域を越えた情報の意味を瞬時に理解できるケースは少ない。例えば、タイに投資する場合を考えてみましょう。海外の投資家は、一応タイについて勉強するでしょう。しかし、いくら勉強してもタイに関してすべてを知ることにはできない。断片的な情報を組み合わせて、「たぶんこうであろう」と結論して投資しているに過ぎない。それでも、

IT (情報技術) の革命が起こる前は、この「断片的で」「不完全な」情報さえなかった。しかし今は、細切れの情報はヤマほどある。投資家は、こうした情報に囲まれているわけです。そしてしばしば、「タイについてはよく知っている、よく調べた」という判断になる。しかし、人が見ることができるのはどう鼻屑目に見ても、物事の一面だけです。

重要なのは、世界で一番スピーディーに伝わる情報は、「プライス情報」だということです。世界中の金融機関、機関投資家のディーリング・ルームにはこれでもかというほど、価格情報を示す端末がある。まず価格の変動が伝わり、その後で解説が加わる。しかしいつでも市場参加者にストレートに伝わるのは「プライス情報」です。わかりやすい。その

背景をみずに、この「プライス情報」だけで取り引きしている向きも多い。プライスが動くこと自体が、価格の変動を呼ぶ時代になっているのです。

「証券化」

注目されるのは、ありとあらゆるものが「プライス」で表示されることが多くなっているということです。これは、「証券化」(securitization)の進展で加速している。「証券化」された商品は容易に価格表示され、取引され、そして価格を上下させている。

証券化される前の不動産だったり、工場だったりすれば、それはそれぞれ個性があったから価格が表示されることも珍しかった。取引が起きたときにしか、価格が表示されないのですから。

間接金融から、直接金融の流れも、世界中の資金の流れを激しくしていると言えます。間接金融の世界なら、銀行の貸し出し姿勢の厳格化は、まず交渉の中で出てきて、直ちに漏れることはなかった。しかし今は、直接金融の世界で証券の価格変動によって金融情勢が直ちに表示される。

その価格は世界中の端末によって表示され、取引され、時に世界中の投資家の同時に脅かし、不安にさせている。つまり、世界中の金融市場は「証券化」の大きな流れの中で、大きな抵抗物(大きなダムや石ころ)もない急流になったというわけです。そして、時には川下と川上が入れ替わったりする。水の流れが急激で、時に逆流し、相場の変動を激しくしているという訳です。

〈 more to come 〉

こうした判断に立つならば、この相場の激しい変動の枠組みは大きなところでは残ると見るのが正しいでしょう。「情報化」「証券化」の流れが止まるとは思えない。また流れを止めることが正しいとも思えない。

何ができるかといえば、次のようなことだと思います。

機関投資家の資本の充実
レバレッジに対する自主的、法的規制
金融新商品のブラックボックス化回避
投資に対する情報公開の進展

損がこたえるのは、手持ち金に対して損の総額が相対的に大きくなったときです。損しても、手持ちの資金に対して大きくなければ自分の投資に対して神経質にならなくて良い。従って、対策の第一は預かり資産でも、資本金でも潤沢に持つことです。そしてできれば、そのコストは安い方が良い。高い利回りを約束した資金の集合は、金融市場を不安定にする一つの要因です。

これは銀行業界で BIS 規制のような形ではありますが、資金を操作しているという意味では世界中の機関投資家に或る程度義務付ける必要があるかもしれない。当然この中にはヘッジファンドも含まれます。

第二に、同じ考え方に基づきますが、レバレッジの比率を引き下げることです。やはり二日で20円も変動する為替相場は、資金の流れの偏在とレバレッジの高さを前提としなければ理解できない。LTCM も、その異常なレバレッジ比率故に行き詰まったと言える。

第三は、「情報」というものが本来「不完全」であるが故に、それを一步でも「完全」に近づける努力をするということです。投資対象の実像が明確に把握できるなら、一部の投資家は不安になっても、他の投資家は投資について確信を持てるでしょう。情報の公開によって、ある程度資金の流れを安定させることはできると考えます。

しかし、こうした対策を列挙してみても、「特効薬」はないということです。「特効薬」がないからこそ、先のG7は長い声明を出して市場を落ち着かせようとした。しかし、それが成功に終わっていないことは、G7の直後に変動相場制が始まって以来の為替相場の変動を目的のあたりにしていることでも明らかです。

ですから、世界中の金融機関、機関投資家の資本が充実し、レバレッジのレベルが下がるまでは、市場の激しい変動は続くでしょう。そして、それが実現しても、世界の資本市場からの相場の激しい変動がなくなるという保証はない。

変動相場制に入るとき、「これで投資計画を立てるのが難しくなる」と考えた投資家や経済界の人間は多かった。しかし、変動相場制の70年代、80年代、それに90年代も、世界経済は成長を続けることができました。それから考えれば、今特に悲観的になる理由はないようにも見えるのですが、その答えが出るのはずっと先です。

とりあえずは、市場のあちこちに埋め込まれているレバレッジがある程度解消されるまで、市場の混乱は続くと言うことになります。

《 have a nice weekend 》

今日は秋らしい良い天気ですね。午前中に一回ファイルを作ったのですが、扱いが悪かったのか壊れてしまった。それで午後作り直して送っているというわけです。遅延をお詫びします。

皆様には、良い週末をお過ごしください。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（03-5410-7657 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》