

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1795号 2005年09月19日(月)

《 small investors move forex mart 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 日本経済の回復基調に対する市場の自信が深まっても、また実際に日本の株式市場への資金流入が大規模に生じていることが確認できて、円相場はドルばかりでなく各国通貨に対して軟調を続けている。これは、日本からの資金流出がコンスタントに続いていることの証拠であり、主役は個人投資家である
2. 国は外貨準備として多額の外貨資産を持っているが日本の個人投資家は今までほとんど外貨を持っていなかったことを考えると、こうした傾向は今後も続く可能性が高い。外向きになってきた個人資金のかなりの部分は、外為証拠金取引を中心に「イント・プレー」(金利差を狙った資金運用)を狙いにしたものであり、日本と他の諸国との金利差が縮小するまで続くとも考えられる
3. 日本と他の諸国の金利差という点で言うと、今週はFOMCが注目される。ハリケーン「カトリーナ」の打撃を米経済がどのくらい受けたのか、その影響の持続性はどの程度かに関してまだ全貌がつかめない中での20日開催となる。しかし筆者は、映像の衝撃性に比べてカトリーナの米経済全体への影響は少ないと判断しており、FOMCは0.25%の利上げを継続すると考える
4. 問題となるのはFOMC開催後の声明文のワーディングである。今の声明には、決まり文句としては「measured pace」などいくつかあるが、こうした文章が変更されるのか、変更されるとするとどの程度変更されるのかがポイントである。なぜなら、まだ多少余地があるとはいえ、アメリカの短期金利水準は徐々にグリーンスパンが言うところの「neutral zone」に接近しており、利上げ局面も終局に近い
5. グリーンスパンの来年1月末の退任は確定事項になった。後任選びはハリケーンに対する対処が一段落した段階で徐々に鮮明になってこよう。下馬評はいろいろ出ている、例えば先週金曜日の日経金融新聞には「市場、バーナンキ氏有力視」という記事があった。6人のエコノミストに聞いたら5人がバーナンキを一番手に挙げたというもののだが、あくまでも観測記事である

筆者はこのニュースを通じて一貫して今の為替市場を理解する最大のポイントは、「個

人の外貨取引、外貨保有の急増」であると指摘してきた。それが今の「当然円高になってしかるべき市場環境で、むしろ円安が発生する理由である」との見方である。この点に関して、最近やっと新聞記事が増えてきている。そこで再びこの問題を扱う。

日本で個人投資家が外貨取引に手を染める方法はいくつかある。外貨預金が一般的だが、最近では外為証拠金取引を通じて外貨を資産運用手段の一つに取り入れる個人投資家も増えている。取扱業者も増えていて、ネット証券系、商品先物会社系、また商社系など多彩。

実際の取引を一例として挙げると、各社が定める証拠金取引スキームで口座を開き、ここで一義的には外貨を売り買いして収益を出そうということである。「安く買い、高く売る」「高く売り、安く買う」が原則であり、一言で言えば個人で為替ディーラーをするようなものだ。投資家の売り買いが業者にとっての収益を生む。1万外貨当たり売り買いで1万円とかが手数料だ。しかし、最近はかなり下がってきた。

しかし、売り買いを中心に行うのではなく、金利を狙いとする投資家も多い。例えば、証拠金を1500万円預け入れて、高金利通貨買い・円売りのポジションを1億円相当持つとする。レバレッジは概ね10倍で、かつ保証金比率はかなり安全な100%以上を保つためには、目の子そうした入金（保証金）が必要だからだ。

オージー、ニュージー、スターリングなど比較的金利の高い通貨のポジションを組み合わせて持つとすると、大体において swap merit（低い日本の金利と高い高金利通貨国金利の運用差）と表現される金利差収入が毎日合計で1万円を超える。金利収入だから土日も入ってくるわけで、一年を通じれば365万円である。1500万円の投資資金に対して仮に365万円の金利収入があるとしたら、その利回りは極めて高い。

どうしてこういう事が可能かという点、日本のこうした国々との金利差が大きいことと、レバレッジ効果である。高金利通貨諸国と日本の金利差は、ときに5%を超える。この swap merit は今までの伝統的商品である外貨預金でも預金者に一部還元されてきたものではあるが、外為証拠金に置いては目の前のスクリーンで毎日いくらかの swap merit が入ってきているか一目瞭然である。このメリットに魅力を感じる日本の投資家は多いに違いない。

むろん、「為替」だから従来の観念から言えば、例えば200円で作ったスターリング・円のロング・ポジションが195円になったら頭でその分評価損は出る。しかし、その損にあわてずにポジションを持ち続け、保証金比率が危険な水準にならないように管理すれば、時間の経過とともに頭の水準にかかわらず金利差収入は毎日入り続けることになるから、頭の損は消えていく。長くポジションを持てば持つほど、金利差で出る収益は大きくなる。

《 interest rate differentials is very important factor in forex 》

「為替とは頭（相場）の勝負であり、上下を判断する能力である」という人は今でも多い。かつての外為ディーラーは一貫して頭の上下とそのタイミングで勝負してきた。その当時から外為取引における金利の重要性、高金利通貨をロングにするメリットに気付いてい

た人は多い。機関投資家の中には、その収益を頼りにしてきた人も多い。しかし、あくまでも「頭を当てる、頭取引で儲ける」ということが、為替取引の一つの大きなメルクマールになっていた。

しかし、最近においてドル・円が上下に振れた幅を見ると、2004年はわずかに13円07銭だった(1760号参照 2005年1月04日)。これだけ狭い頭の動きの中で、「頭(相場水準)で勝負」するのは至難の業である。筆者はこうした事情を勘案した上で、2005年の年初から一貫して、「為替とは金利である」と主張してきた。最初に「為替とは金利」という重要なポイントに気付き、それを実践に移し始めたのは外為市場の外周にいた人々だが、その輪は日本の個人投資家の間に広がりつつあると言える。

2005年9月18日の日経新聞の「外貨投資 円高抑制」「個人マネー流入拡大」は、こうした事情をまとめた記事にしたものだ。東京外国為替市場の一日の出来高のかなりの部分が個人の外為取引によるものだという事実は、既に今年はかなり早い時期に統計として出ていた。筆者もそれを紹介した。日経の記事には、「東京市場全体の一日当たりの円・ドル直物売買高は80～110億ドル程度で推移しており、外為証拠金取引が占める割合はすでに二割近いとの見方もある」と記述してある。多分そうだろう。

もっと重要なことは、日本の外為証拠金取引で積極的なロング・ポジションを持っている人は、ドル・円よりも金利差の大きいオージーやニュージー、さらにはスターリングを手がけており、こうした個々の通貨市場における外為証拠金取引関係者の持つシェアは極めて大きいだろうと予想できることだ。だから、今の円を巡る外国為替市場全体の動きをじっくり見ると、「円安は多くのケースにおいて、ドル・円よりも高金利通貨から始まっている」ということが重要である。

円高が惹起されて高金利通貨買い・円売りのチャンスが生ずると、今の外国為替市場ではそのチャンスをポジション造成で取ろうとする人が多い。特にオージー、ニュージーなどの市場でその傾向が顕著である。よって注意深く見ていると、円高局面はまず対高金利通貨で是正の動きに入る。そしてそれがドル・円に波及するという図式である。

もっぱら金利差を目当てにした高金利通貨買い、ポジション維持の動きは経済のファンダメンタルズから大きく乖離しているだろうか。筆者はかならずしもそうは言えない、と考えている。なぜなら、

1. 高金利通貨といっても、今の高金利通貨の金利水準は80年代までの世界では各国が共有していたレベルの金利水準であって、特に異常に高いとは言えない。これらの国の経済は全体的には健全である。日本の金利が低すぎるのだ
2. 今の世界の基本的な構図は、「資源不足・人余り」だが、こうした高金利通貨国は大体において資源の豊かな国であり、今の世界においては相対的に有利な立場にある。通貨が高くなるのは自然であるとも言える

という事情があるからだ。

重要なのは、戦後一貫して円高に見舞われた日本においては、円で資産を持つこと、外貨資産を持たないことは賢明であり、その意味では戦後ほぼ一貫して外貨資産を増やしてこなかった日本の個人の動きは、外貨準備で巨額の評価損を出していた政府の外貨保有政策より賢明だったということだ。しかし、市場環境は変わりつつある、と多くの日本の投資家が考え始めていることは確かであり、筆者にはその考え方が良く理解できる。この点に関しては、このニュースで繰り返し述べてきた。

こうした個人の外国為替取引の参入に関しては、市場の形を変える可能性が高いと思う。なぜなら、外貨を持つことのメリットの大きさを知れば知るほど、これを自分の資産運用の一環にする人は増えるだろう。高金利通貨をロングにした場合は、当然ながら頭が下がった場合には評価損が大きくふくらむ可能性が高いが、今の状況では円高局面にはこうした投資が増える可能性が高い。それは日経新聞が指摘するように「外国人の円買い相殺」に寄与しており、円高の余地を狭め、時に円安を加速させる。

《 FOMC will raise its rates again 》

FOMC はここに来て「利上げ継続」の見方が強まっているし、筆者は先週も書いたが FOMC はそういう結論を出すだろうと見ている。大体において、災害などがその国の経済に大きな影響を与えることは少ない。打撃もあるが、一方でそれを相殺するための景気刺激措置も実施されるのが普通であり、今回もブッシュへの批判が高まれば高まるほど、米政府は復興を急ぐ姿勢を示さざるを得ないし、示している。二期目のもう後がない大統領だとしても、国民の批判を受け止めざるを得ない。

今回引き上げれば、アメリカの短期金利誘導目標は 3.75% となる。限りなく 4% に接近することになる。4% といえば、米指標 10 年債の利回り（金曜日段階で 4.267%）に極めて近い。イールドカーブがいやに寝た形になる。金利が高い国にありがちなカーブ形をしているが、今のアメリカは高インフレ国ではない。どちらが異常かと言えば長期金利の低さが異常であって、筆者はこの点に関しては産油国などの資金の米債券市場への流入が米長期金利低水準の背景だと思っている。

FOMC も注目だが、FRB の次の議長になるかも興味深い。筆者は次の議長が誰になるかに関して、9月16日の日経金融新聞などで書かれている以上の情報を持ち合わせないし、次の候補になっている人に関して詳しく調べたこともない。これから徐々に調べるつもりだが、「市場の予想」というのはそれなりに重要である。

この記事は、「市場のバーナンキ人気はもともと高い。米プリンストン大学教授から転じた同氏は FRB 理事就任後、とかく話が難解といわれるグリーンズパン議長の“解説者”として市場の信認を得た」とあり、そんなイメージも市場関係者の安心感につながっているらしい。

しかし、どうでしょうか。FRB の議長というのは、非常に高い政治力を要求される世界で

もある。グリーンSPANもなったときにそうだったが、線が細い印象があった。まあ肉体的にもボルカーの後だからそれは仕方がない状況。しかし、グリーンSPANは就任直後のブラックマンデーを乗り切ったところから地位を確立した。グリーンSPANの最大の武器は、民間のエコノミストを長く務めた人間として、「民間経済を知っているし、民間のエコノミストだった時代の情報網をずっと保持した」ことだと思う。バーナンキ氏とはどういう人だろうか。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月19日(月)	東京市場休場(敬老の日) OPEC総会 IAEA定例理事会(ウィーン)
9月20日(火)	8月コンビニエンスストア売上高 8月半導体製造装置BBレシオ 米8月住宅着工 米FOMC 8月北米半導体製造装置BBレシオ
9月21日(水)	特別国会召集(第3次小泉内閣発足)
9月22日(木)	ソニー経営方針説明会 8月貿易収支 7月第3次産業活動指数 米8月コンファレンスボード景気先行指標総合指数
9月23日(金)	東京市場休場(秋分の日) 愛知万博閉幕 G7財務相会合(ワシントン)

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。選挙も終わり、新しい民主党の顔も決まり。しかし、前原さんも小泉さんもあと一年。今回の選挙で日本の政治が大きく変わった印象もしますが、来年の秋はまた日本の政治はがらっと変わりますよ。日本の政治も変化の季節にある。

ところで、週末床屋さんにいったのです。行きつけの。いつもそこでは世間話を延々とするのですが、今回のお題は「お祭りのかけ声」で、これが面白かった。今でも子供神輿のかけ声は、「ワッショイワッショイ」です。

しかし、大人のかげ声はかなり変わってきているらしい。最近が高円寺のお祭りでも、「セイヤ」が多いというのです。「それはどういう意味？」と聞いても誰も知らない。ちょっとお祭り好きに聞いたのです。そしたら三社祭では、「セイヤ」や「セヤッ」が多く、時

には「サーサーサーサー」ということもあるらしい。「セイヤ」ではなく、「ソイヤ」だという人もいる。

一方山笠では「オイサ」もあるという。高円寺の青梅街道で実際に祭りの幹部らしき人がいたので、聞いたのです。そしたら、大人の神輿のかけ声が変わったのは30年前くらいに、何かのテレビの番組で「日本の祭り」とかいう番組があって、その時に「セイヤ」が紹介されたのだそうです。そこから、「ワッショイ」ではなく「セイヤ」が広まったと、その人は言っていました。また一説には、70年安保闘争の時に、ワッショイはやめたという人もいた。うーん、真偽は分からない。暇なときにちょっと調べます。

それでは、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》