2009年7月6日（第1号）

市場のリスク許容度とドル/円相場

逆張り投資家に微笑んだドル/円相場の神様

今春以降、ドル/円相場は明確な方向感を喪失した展開となっている。１月21日の１ドル＝87円10銭を大底に反発したドル/円相場は、３月５日に99円68銭まで上昇した後反落、その後は値下がりしても93円台で２回跳ね返される一方、値上がりしても100円近傍では上値も重く、おおむね数週間程度の周期で一進一退を繰り返している。

ここ数カ月のドル/円相場に関して言えば、１ドル＝100円の大台を明確に突破する力には欠ける一方で、90円台前半では意外に底堅く、再び90円を割り込みそうな雰囲気は、今のところ後退しているのが実情だ。一時市場を席巻していた「ドル暴落論」は肩透かしを喰う一方で、「ドル/円相場の３桁回復」を希求する向きにも「為替の神様」は微笑まず、結果的にはこの間、「細かい逆張り戦略」を地道に繰り返した投資家が、投資の果実を最も多く収穫している。

極端なポジションを取ることに慎重な市場参加者

昨秋から今春にかけ、あれだけ派手に暴れていたドル/円相場が、ここにきて小康状態に転じた背景としては、以下２つの環境変化が考えられる。

第１に、最近、相場変動を増幅させるような極端な為替持ち高を操作しようとする投資家を見出すのが難しくなっている。昨秋以降の急速な円全面高の局面では、①金融危機の前に蓄積されていた「金利の低い円を売って外貨を買う」といった類の為替持ち高の急速な圧縮や、②過度の円高恐怖症に苛まれた輸出企業や外国債券を保有している生命保険会社などの外貨売り予約の嵐が誘発された。それらの動きが一巡して相場が落ち着き始めた現在、年金基金などの一部の長期志向の投資家を除くと、市場参加者全般に、極端な為替持ち高を保持し続けることへの「恐れ」が蔓延している。この傾向は、短期志向の投資家群、特に高速回転売買を好む向きにおいて非常に顕著だ。

「100年に１度」と形容される金融危機は、昨秋以降の最盛期において金融市場全般に暴力的な各種資産価格の急落をもたらしただけでなく、やや時間差を伴って、実体経済面でも現役エコノミストがかつて目撃したことのない世界的規模での急激な景気悪化を誘発した。現在、行き過ぎた景気悲観論や過度の金融不安はひとまず後退したが、未曾有の金融災害の「余韻」が残る中、積極的なリスクを取った為替持ち高の生成に必要な市場参加者の「勇気」は、なかなか回復してこない。

特にドル/円市場については、日米両国の短期金利がゼロ近傍に張り付く中、ドルも円も「金利で買える通貨」ではなくなっているため、「リスクに見合う相応の値上がり期待」がないと、どちらも買い続けるのが難しい通貨になっている。結果的に、「100円近傍の米ドルも買いにくいが、90円割れシナリオに身を委ねて日本円を買い仕込んでおくのも相当の勇気が必要」という雰囲気の熟成が、ここ数カ月でかなり進んでしまった感が強い。

中途半端な景気底入れ期待と金利差モデルの衰退

第２に、ファンダメンタルズ面では、「中途半端な景気底入れ期待」と「金利差モデルの衰退」が挙げられる。急激な景気悪化に直面した主要各国が、相次いで大規模な流動性供給や利下げによる金融緩和、超大型景気対策の発動、会計基準の一部緩和などの「政策総動員」に踏み切ったことで、金

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

融危機と景気悪化の悪循環への懸念はいったん後退した。ほぼ同時期に、急激な在庫整理の一巡に伴う生産活動の自律的な持ち直しが重なったことで、「景気は最悪期を脱した」との期待も一部で芽吹き始めている。しかし、日米ともに雇用の改善が遅れていることに加え、生産設備の過剰感も残存していることから、「景気は底入れしても、早期に危機前の水準に戻るV字型回復は難しく、今後２番底に向かうリスクも残っている」との見方が、市場参加者の間で燻り続けている。

このように、日米の景気回復期待が中途半端なものに留まっている間は、両国の金融政策運営が利上げ方向に転舵する可能性は低く、政策金利の水準は現在のゼロ近傍に据え置かれる状況が続くだろう。名目金利はゼロ％以下には下がらないため、どちらかの国で連続的な利上げ期待が台頭してこない限り、日米の政策金利に変化の余地は生まれにくい。こうした状況下では、いわゆる「金利差モデル」によって生み出されるドル/円相場の振幅は、どうしても控え目にならざるを得ない。

「市場のリスク許容度」についての２つの考え方

したがって、当面のドル/円相場は、円高論者にも円安論者にも明確な「勝利宣言」を許さない状況が続き易いだろう。ただし、当たり前だが、為替市場でこのような「どっちつかず」の相場が半永久的に続くことはあり得ない。いずれ相場は大きく動き始めるはずだ。その際、「為替の神様」は、どちらの陣営に微笑むのだろうか。

この問題を考える際に重要な鍵となるのは、最近の為替市場で「流行り言葉」のようになっている「市場参加者のリスク許容度」の強弱が、一体何によって決まっているとみるかの判断である。この点については、現在、大別して２つの考え方があるように見受けられる。

市場のリスク許容度は景況感の関数という解釈

第１は、「市場参加者のリスク許容度の強弱は、米国を中心とする世界的な景況感の関数として決まっている」という考え方だ。確かに、ここ数カ月の為替相場を鳥瞰すると、「世界景気悪化や株価下落懸念が強まる局面では、低金利の資金調達通貨でかつ債権国通貨である日本円が買い戻されて円高になり易い一方、世界景気回復や株価上昇期待を喚起するような朗報に接すると、日本からの資本流出期待が誘発されて円安気味の展開になり易い」という傾向が、比較的顕著に認められる。

こうした関係を重視して今後のドル/円相場見通しを構築する場合、「為替相場の趨勢は米国を中心とした世界景気の行方に左右される」という議論の組み立てになり、今夏以降に想定される景気循環のパターンに応じて、３つぐらいのシナリオを描くことができそうだ。

すなわち、①世界景気が比較的順調に回復から拡大に向かうケースでは、市場のリスク許容度が緩和し、良い意味での米国金利上昇期待が「金利差モデル」の機能を強化する形でドルは上昇、米国で連続利上げ期待が実現するような環境になれば１ドル＝100円超えの定着も夢ではなくなるかもしれない。一方、現在のように、②景気底入れ感はあっても中途半端な景気回復期待が明滅を繰り返すようなケースでは、これまでのように「100円突破も無いかわりに90円割れも無さそう」な局面がしばらく続き易いだろう。そして、あまり想像したくはないが、③仮に世界景気悪化と金融不安の悪循環が再発するケースでは、再びドル売り/円買い一色の相場となり、90円割れどころか、場合によっては80円割れのリスクも否定できない、といった整理が可能だろう。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

ドルの脆弱性は構造問題の所産という解釈

一方、ドルにとって非常に厄介なのは、為替市場のリスク忌避心理、特にドルに対する不安心理が、景気循環とはある程度無縁の「米国が抱える構造問題」の所産として存在している、という見方があることだ。実際、世の中に流布する構造的ドル安論の論拠としては、①世界最大の経常収支赤字と対外純債務の累増、②近年の財政収支の急速な悪化、③FRBのバランスシートの拡大とドルの増刷、④基軸通貨国としてのドルの地位の相対的な低下など、枚挙に暇がない。

この考え方によれば、今後米国景気が悪くなればもちろんドル安だが、米国景気が良くなる場合でも、米国の輸入が増えて経常赤字が再拡大に転じるほか、これまでの金融緩和と財政赤字拡大の副作用が米国のインフレ懸念や米国からの資本逃避による「悪い金利の上昇圧力」を喚起するので、「いずれにしろドルの値下がりは必至」という結論になる。景況感を反映した多少の上下動はあっても、「ドルの脆弱性は構造問題に立脚しているので容易には変化しない」というのがこの考え方の骨子なので、「ドル/円相場の90円割れは時間の問題であり、米国が既往の超金融緩和策や大型財政出動政策の出口戦略を誤ると、ドルはさらに暴落しかねない」といった類の結論が導かれ易い。

市場のリスク許容度は相場水準で変化する

一体どちらの考え方が正鵠を得ているのだろうか。自信を持って言い切るのは難しいが、個人的な考え方はどちらかと言えば前者に近い。２つの論点を提示しておきたい。

第１に、市場参加者のリスク忌避心理の強さは、ドルの値段と無関係に安定している訳ではない。例えば、「１ドル＝90円だとドルは買いにくい」と思っている人でも、80円、70円、と買える値段が安くなれば、多少の勇気は必要だが、「この値段ならドルを買ってもいいかな」と思える水準が、どこかにはあるはずだ。

株式市場と為替市場の一番大きな違いは、株は投資対象の企業が倒産したら価値がゼロになるので、どんなに値下がりしても買い手がつかないことがあるが、ドル紙幣が流通している限り、為替は１ドル＝ゼロ円には絶対にならないということだ。このため、株式市場などに比べ、為替市場においては、「値ごろ感がリスク感覚を麻痺させる」局面が、相対的には早く到来し易い。人によって感覚が違うので何とも言えないが、個人的には80円台でドルが買えるのなら、結構いい水準のような気がしている。

ドル暴落リスクの受け皿は円ではない可能性も

第２に、「ドルは構造的に下落し続ける」という議論が仮に正しいとしても、その時に値上がりし続ける通貨が、必ずしも円であるとは限らない。経常赤字や対外債務の問題は日本にはない米国側の構造問題だが、人口減による潜在成長率の低下などを、日本の構造問題として重視し、構造的円安論を展開する向きもある。今後、「ドルの基軸通貨としての地位は低下していく」という議論があるのは事実だが、だからと言って今後長期的に日本円の基軸通貨としての地位が上がっていくとも考えにくい。過度の金融緩和や財政赤字拡大政策の副作用が懸念されるのは、程度の差はあっても日米ともに大同小異だ。

「ドルの暴落」がドル/円市場で起きるためには、「円の暴騰」が必要不可欠の条件になるが、為替は両国の事情を反映して決まるので、米ドルに暴落しそうな理由があっても、日本円に暴騰できる条件や実力が備わっていなければ、ドル安圧

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

力は日本円を避け、他の通貨市場へ拡散していくことになる。いずれこのコラムで述べる予定だが、構造的な理由で長期的にドル価値が下落する場合に値上がりする確率が高いのは、中国人民元などの新興国通貨である可能性が高く、先進国通貨の中であえて挙げるとすれば、日本円ではなくユーロである確率の方が高そうだ。こうした議論の真贋は、短期間では検証不可能で、今後長い時間軸の中で、市場の審判に晒されることになるだろうが、近年の日本経済の状況その他に鑑みると、「構造的ドル安圧力の主たる受け皿となる実力が、１ドル＝80円台の日本円に備わっているようには思えない」というのが、正直な印象だ。

当面は細かい逆張り戦略が基本か

以上の考察を踏まえた本稿の結論として、当面は「景気循環が為替相場に及ぼす影響力」を重視したシナリオ分析を、ドル/円ペアの売買戦略の基本に据えておきたい。その確率を断じるのは難しいが、現時点でのイメージは、「①世界景気のV字回復とドル高」の実現確率が15%、「②中途半端な景気回復期待の明滅とドル/円ボックス圏」の実現確率が70%、「③景気悪化懸念再燃と円高」の実現確率が15%程度、といったところだろうか。

最も確率が高そうな中間シナリオに乗る場合、100円前後はドル売り、90円前後はドル買いとし、その間の90円台では日々刻々と変化する市場心理のアヤに注意を払いながら、「細かい逆張り戦略」を基本として、トレードに臨みたい。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。