ロイター・ジャパン株式会社
TRADER Web Magazine vol. 93

■■■ 円高の階層的トリガー構造：2年以内に1ドル65円も可能 ■■■

＜寄稿＞
住商キャピタルマネジメント　上級顧問　森谷博之氏

アメリカのドルと円の間ではじめて為替レートの取り決めが行われた時、そのレートは1ドル1円であった。その後時勢の変動に応じて為替レートも大きく変貌を遂げる。名目レートで見てみると、明治の中期にかけて安定していたドル円の為替レートは中期から後期前半にかけて1ドル2円に向けて上昇トレンドを形成する。その後為替レートの動きは再び安定するが、世界大恐慌とともに日本の国際的地位の不安定化が懸念され、三井・三菱・住友の大銀行と在日外銀との間で大銀行の「ドル買い」が行われる。その後、ドル上昇、円下落のトレンドが形成され、為替レートは1ドル4円へと上昇する。そして第2次世界大戦を迎える。戦後の為替の動きについては、ブレトンウッズ体制のもと1ドル360円で固定された相場は1971年の変動相場制への移行とともにドル安円高のトレンドができる。1995年にはドル最安値の1ドル79円をつけ、1998年には14７円からのドルの大暴落となる。解消されない本邦の金融不安のもとドルは135円へと再び上昇するが、その後107円へと下落する。戦前はドル高円安、戦後はドル安円高トレンドというのが一般的な見方である（図1参照）。

ところがよく知られているように、物価の上昇度合いを日米で比べてみると、戦前は日本の物価の上昇が米国の物価の上昇を大きく上回り、逆に戦後の日本の物価は米国に比べるとデフレ気味であると見ることができる。戦前戦後の物価指数を用いて名目の為替レートを規格化してみると、全く違うトレンドが見えてくる。それは緩やかな円高トレンドである。もちろんこのトレンドには若干の上下動があり、特にバブル後期からその後の日本経済の低迷期には実質ドル高の傾向が続くが、2002、2003年にかけては実質ドル安円高の傾向が再び現れている（図1参照）。

実質の為替レートが基準値の近辺で変動しないということは、為替レートが合理的な期待値から大きくはずれることを意味する。このような為替レートの動きは均衡理論を用いた経済のファンダメンタルズでは十分に説明することはできない。かつこのような状況が100年以上も続くということは何か構造的な原因があることを示唆している。

プラザ合意の局面では実質為替レートの円の急上昇が起きている。無理やり介入により円高を作ったのであるから当然のことといえる。同じことが1995年のドル最安値をつけたときにも言える。この場合には無理やり円高が作られたわけではない。このような危機的な円の上昇を生み出す理由として考えられるのが、ドミノ式に円を上昇させる原動力となる階層構造の存在である。経済のファンダメンタルズを原因として円高が起こる場合には、事前にその情報を相場の材料として織り込むことが可能である。そ

のために円高はある程度予想された事態ということになる。ところが、材料として認められていてもそれがトリガーされない限り織り込むことができない材料もある。そのような要素が為替レートを大きく動かすのである。それが何らかの形で階層構造をもてば、円の暴騰につながる。例えば1995年のドル最安値を記録したときには輸出業者のノックアウトオプションが最後の円高の局面を決めたと考えられている。緩やかなドル安局面で、本邦輸出業者はヘッジ費用低減のためにノックアウトオプションを用いてヘッジをしていた。このオプションはあるレベルに来ると消滅してしまう特殊なオプションである。ドルが予想を上回って反発する、または予想以上に安くなるとこのオプションは消滅してしまう。そのために、オプションの消滅が起こると輸出業者は慌ててドル売り円買いのヘッジポジションを作ることになり、円高要因となる。

このときもうひとつ騒がれた円高の原因がある。急激な円高に慌てた中国当局の行動である。中国は対日貿易赤字であるので、余剰の円の持ち合わせは無い。円で借り入れた資金はドルを売って手当てをしなければならない。円借款を返済するための資金をドルを売ることで大量に手当てしたことがドル安を加速した、ということである。このように、ある為替レート水準になると突然ドミノ式に円高圧力が浮上する場合があるのである。

同じような状況として1998年のドル急落局面でのキャリートレードがある。当時、金利の安い円を借り入れ、その資金をドル資産に投資するキャリートレードが機関投資家、ヘッジファンドの間で積極的に行われていた。このような資産は緩やかなドル高とともに徐々に積み増されていった。ロシア危機により、投資のリバレッジを低くせざるを得なくなった投資家はそれぞれのストップレベルに応じてこの取引を反対売買した。これが未曾有の円高圧力を作り上げたのである。また、当時緩やかなドル高傾向のもと、恒常的にドルプットの売りポジションを持つデリバティブのプレイヤーが自己のオープンポジションをクローズに走ったこともドル下落時のボラティリティを上げる原因となった。このように、その現象が起こるまで為替レートに織り込むことのできない要因がドミノ式に現れるとき市場は加速的に暴落･暴騰するのである。このような現象はネットワークや階層を考慮した経済物理系モデルでよく説明できる。

現状このようなドミノ式加速を引き起こす原因がどれくらいあるのだろうか？その幾つかについて明確にしてみよう。

---

1. 円高圧力を作り上げるパワー・リバース・デュアル・カレンシー債

リバース・デュアル・カレンシー（RDC）債とは投資家にとって資金の払込と償還が円で、利払いがドルなどの外貨建て債券のことである。債券の利払いが外貨建てであるので、ドル高になれば円での受け取り金利は増えるが、ドル安になると受け取り金利は限りなくゼロに近づく。このような債券は年金基金などの長期の投資家が買い込み、投資期間が30年ということもまれではない。このような金利であっても満足の行かない投資家は利払いの部分にリバレッジの効いたパワー・リバース・デュアル・カレンシー（PRDC）債を購入することになる。債券の発行体は借り入れ金利を低くするためにこのリバレッジのリスクを取るか、またはデリバティブの業者とヘッジ取引を行いこの裁定の機会からマイナスLIBORの調達を手に入れる。発行体のヘッジの相対となった業者は常にこのPRDC債に伴うリスクをヘッジしているわけではない。相場の上下動を利用して少しでも多くの利益を得ようとポジションをオープンにしているのである。一般的にはドルプットの売りポジションになっていることが多い。業者は円高が進むとこのオプションの売りポジションを閉じなければならなくなるため、円高の局面でドル売り円買いを実行しなければならなくなる。これは円高局面でのさらなる円高圧力になる。

2．円高圧力を作り上げるドル買い介入

今年前半に始まった為替相場安定を目的とした覆面介入は、一回に付き数千億円であったが、最近では一日で1兆円に至ることもある。このような強力な円高介入の存在は更なる円高圧力となる可能性がある。第１に金融当局の強力な介入は市場に強いドル売り圧力があることの証拠になる。当局のアナウンス効果によりドル安に歯止めがかかるということは現状ではありえない。第2の効果として、特定の為替水準、例えば115円が当局の防衛ラインであると市場が予測すると、その水準での為替介入は円の買い手にさらなる円買いの機会を与えることになる。海外投資家の本邦への投資はまず円高圧力となる。これを自己組織化と呼ぶ。自分で自分の買うべき資産の価格を押し上げてしまうのである。しかし、海外の投資家には円資産を購入する際には目標とする購入価格がある。円高は目標価格に比べて実際の購入価格を割高にしてしまう効果がある。割高の状況では投資家は円への投資を断念するか、危険資産のリスクだけを取るためにフルヘッジで円資産を購入することになる。そのために、例えば外国投資家の日本株買いは思ったほどの円高圧力にはならないのである。つまり、海外投資家の本邦への投資にはポジティブフィードバックとネガティブフィードバックの側面があり、それぞれが相殺しあうのである。ところが、本邦当局が強力に介入を行うと、ドル円の相場が海外投資家の目標水準を越えていかないた

めに、より多くの資金が為替ヘッジなしで日本に流入することになる。これは海外投資家のための為替ヘッジを本邦当局が行い、そのリスクを肩代わりしていることになる。この介入でドル安に歯止めがかからなければ、本邦当局がプレミアムを提供してくれる市場にはさらなる投資が増え、それが円高圧力となり、円高加速の幻想が介入の必要性を強調し、介入金額はさらに増えることになる。このように現在の円高は為替介入により作られているとも言える。その証拠として、2003年の後半には代行返上に伴う外債売却の流れに歯止めがかかるため、円高圧力は収まると思われていた。ところが、円高圧力はいまだ収まるところを知らないどころか、介入金額も増加の傾向をたどっているのである。このような現象は経済物理系のトレンドフォロアーと逆張りの投資家行動を分析したモデルから理解することもできる。

また、このような特定の水準で繰り返される介入は投資家にアウト・オブ・ザ･マネーのドルプット・円コールを売ることで利益を得るチャンスを与える。さらに今回のようにドルのもどりの弱い相場ではドルコール・円プットなども当然のことながら売りやすくなる。オプションの売りにより利益を得る機会が増えているのである。ただし、一旦、ある水準を突き抜けると、このようなオプションの売り手はリスクを回避するためにドル売り円買いに走らざるを得ない。つまり、一度加速したドル安円高圧力をさらに加速する役割を果たすのである。

3. 円高に苦しむ円借款漬けの国々の必然的な行動

先ほどの中国での例のように、発展途上の国々は日本からの膨大な借入金がある。かつその借入金は円建てである。さらに、円の国際化を強力に進めていた当時、世銀などの国際金融機関も多くの貸し出しを円で行っていた。このような円の借り手にとって、円高により借り入れ費用はかさみ、さらに円での借入金返済が大きな重荷になっている。順調に成長しつつある経済が円借款の返済により阻害されかねない状況である。当然のことながら多くの開発途上の国々は対日貿易赤字であるので、余分な円の持ち合わせは無い。この借入金を返済するには農産物や石油資源などを売って得たドルを売って円を買い入れるしかないのである。急激な円高は返済能力の高い借り手の早期返済を促したり、円の早めの手当てに走らせたりと、円高をさらに加速する可能性があるのである。同様な現象は本邦グローバル企業の本社と海外子会社との間の円借款にも見ることができる。

4. グローバル会計基準：長期資本投資のヘッジがもたらす円高加速シナリオ

さて、最後の要素として最近話題になっている1999年度の会計基準の変更を取り上げる。海外に直接投資を行っている総合商社などのグローバル企業は多額の長期の外貨エクスポージャーにさらされている。米国企業ではこのような長期のエクスポージャーに関する為替換算調整勘定の為替レートの変動に伴う上下動は包括利益に計上される。本邦では為替換算調整勘定は資産・負債として扱われてきた。しかし、1999年3月末の本邦会計制度変更に伴いこの調整勘定は連結では自己資本に計上されることとなった。新外為経理基準導入時から2002年まではドル高傾向が続き、また、その後はドル安に転じるが本邦金融当局の為替相場安定を目的とした為替介入によりこの会計制度の変更が注目されることは無かった。しかし、相場安定を目的とした防衛ラインと見られていた為替水準が突破されて以来、為替換算調整勘定の影響が注目され始めている。

本邦企業の行動様式には、同業他社の行動を模倣するカスケード的同調が見られ、長期為替エクスポージャーへのヘッジが1社にでも導入されると、雪崩式に広がる可能性がある。このような状況はかなり強い円高圧力となることは必須である。最近このことを理由に大手金融機関がグローバル企業に対して強力なゼロコストオプションのセールスを行っている。

まとめ

明治維新以後一貫して変わることが無い実質為替レートの円高傾向の原因として円高の階層的トリガー構造がある。過去100年にわたりトリガーの要因は入れ替わってきたが、この要因とこの構造が将来消え去ることは無いだろう。むしろ円高の階層的トリガー構造の存在により更なる円高の可能性が高まっているのである。最近、話題にのぼる多くの相場師、理論家の円安予測はこの円大急騰の後に起こるものであり、それは実際には超インフレにより名目為替レートで円が下落することを意味し、実質為替レートでの上昇には抜本的な制度改革がなければ歯止めがかからないはずである。2年以内に1ドル75円も政策当局の対応次第では十分射程距離に入り、最悪の事態では65円も可能である。

page top ▲

contents

© Copyright REUTERS 2003. All rights reserved.