

# 長期円高トレンドは転換したのか？

## グローバル経営環境に変化の兆し

外国為替市場は昨年末から急激な円安の動きを見せている。急速な動きが始まった一月中旬から今年一月末まで円はドルに対して実に一四%以上の下落となった。過去一〇年のドル円相場を見てみると、二〇〇五年、二〇〇八年、二〇〇九年にもある程度まとまった円安の動きが出ていたわけだが、今回は値動きの大きさもさることながら、スピードの速さが際立っているようだ。にわかには長期円高局面は終了しトレンドが転換したとの見方も強まっているようだ。

昨年一月二三日の野田前総理の衆議院解散発言をきっかけに、当時次期首相と強く見込まれていた安倍氏の発言が報道されるたびに加速度を上げて円安への動きが強まっていったことは記憶に新しい。そのため大胆な金融政策やインフレ目標の設定などの内容が円安の理由と受け止める向きも多いと思うが、実はさまざまな面で今回の動きの素地が醸成されていたとの解説もよく聞かれる。

底流にある理由は、日本の貿易収支が赤字化したことで日本のマクロから見た経済構造が円買いから円売りに変化したことがあげられる。世界経済の減速や原発事故

### 本郷賢

ブルームバーグ・エル・ピー  
アプリケーション・スペシャリスト 為替担当

を受けた化石燃料の輸入増を背景に、日本の貿易収支は今年度上半期に過去最大の赤字を記録しており、この傾向はしばらく続きそうな見通しだ。図1は日本の貿易収支と円相場の推移を比較したもので、円相場は一年分右にずらして表示している。

貿易収支は円相場に対して一年ほど先行すると言われることが多いので、その部分を調整した格好だ。過去の貿易黒字のときも黒字の増減が円相場の上げ下げの動きとよく重なっていることが多かったことに気付く。二〇一一年の震災後貿易赤字に転じ、昨年は当初予想以上の赤字を計上することになったが、一月までは為替相場への影響がほとんど出ていなかった。貿易収支赤字化後も続いていた円の高止まりが足元で急速に修正され始めたようにも見えるわけだ。

次に、通貨デリバティブ市場の需給を見てみる。通貨オプション市場の円買いの権利と円売りの権利の価格差を取ることで、通貨オプションが今後の為替変動をどのよう織り込んでいるのかよく参考にされる。円売りの権利が円買いの権利よりも割高ならば、オプション市場では今後の円安方向の動きを織り込んでいると見るわけだ。過去長きに渡って円高方向の動きを織り込

んできたのだが、二〇一一年の後半に短期のオプションで逆転現象が見られ、昨年後半には一年物など長期のオプションでも今後の円安を織り込む方向の動きが見られるようになっていった。

もちろん円安を支援する要因ばかり並んでいるわけではない。ここ数年のドル円の為替を考えると、ここ数年のドル円の高金利差が日米金利差だ(図2)。政策金利よりも市場金利、それも二年程度の日米の国債利回りの差を参考にする場合が多かった。白川日銀総裁も二〇一一年の八月に同様の主旨の発言をしている。そこで、昨年一月からの日米金利差を見てみると、今回は一〇年物がわずかに拡大しているものの、ドル円為替の動きを説明できるような動きには程遠い。注目されること多い二年物にいたってはほとんど変化がなかったことがわかる。過去数年の例を当てはめるならば、今回の円安は行き過ぎ、あるいは今後の金利差拡大を期待先行で織り込んでいったとの解釈もできるだろう。中長期的にドル円のトレンド転換を確認するためには、金利差の拡大が起こることが必要とする見方も根強いはずだ。そのため今後金利差の拡大が起こってくる場合に

図1●日本の貿易収支と円相場の推移

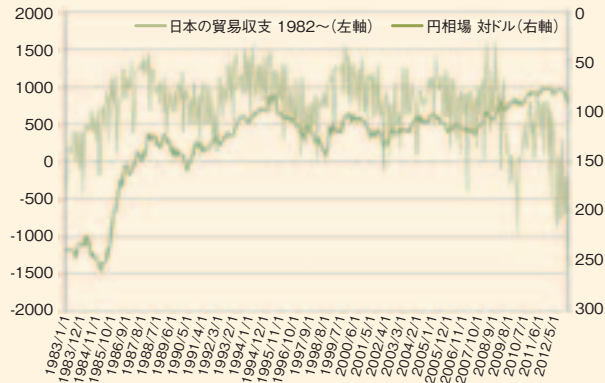


図2●日米金利差とドル円為替の推移

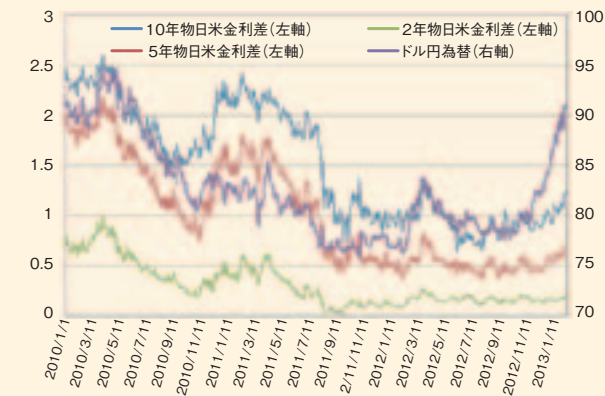
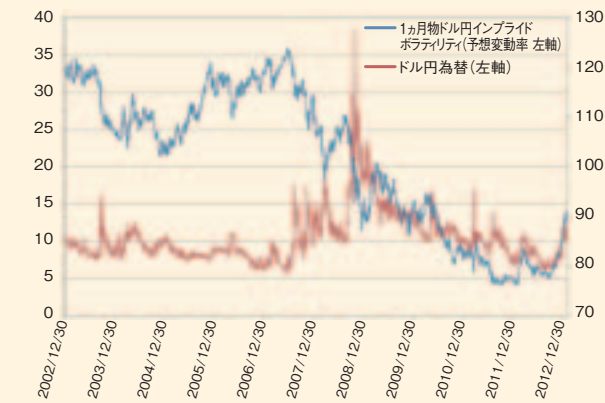


図3●ボラティリティとドル円為替の推移



は、より中長期の円安をサポートする材料と取られることも考えられる。

以上、最近比較的よく目にするドル円相場の動きを解説する主だった見方を紹介した。ただ、これらの環境は、今回の急激な円安の動きが始まる前と現在とは、あまり大きな変化は出ていないことには注意が必要だ。アベノミクスに期待する投機筋が我先に円売りを仕掛けたことで、当時の市場関係者の予想を大幅に上回る円安の動きが出た模様だ。

為替相場の動きの激しさを示す際、ボラティリティ（年率換算した標準偏差・予想変動率）がよく用いられるが、二〇〇六年以降の推移をドル円相場と重ねて見てみる

と、興味深い事実が気が付く(図3)。この期間で最も円安の水準、一ドル＝一二四円台だった二〇〇七年六月頃を見ると、ボラ

ティリティが低下すると円安が進み、ボラティリティが上昇すると円高に動いていたことがわかる。その後、二〇〇八年のリーマンショックを経てボラティリティは長期的に低下傾向が続くが、二〇一一年まではボラティリティ上昇と円高が同時に起こる関係が続いていた。ところが、二〇一二年からはこの関係が逆転しており、昨年末からの円安もボラティリティ上昇を伴ったものになっていることがわかる。これは、ドル円相場が変動しない期間から変動する期間に移り変わっていることを示している

とともに、変動する方向は円安方向に動きやすくなっていることを示していることになる。

こうした為替市場の変化は輸出企業にとっては追い風になるわけだが、外貨売りの為替予約形態も通常のアウトライト為替予約から、レンジフォワード、パーティシペイティングフォワードなどの比較的シンプルな仕組み予約などを検討することで、フルヘッジを行いながら今後さらに円安の動きが起こったときのメリットを享受する方法なども検討の余地が出てくるはずだ。逆に輸入企業にとってはアゲインストの動きではあるが、特約付きの為替予約等を利用すれば外貨買いの予約レートを改善することが可能だ。ただ、円安方向に消滅条件を持った為替予約の場合は、不用意に消滅条件のバリア水準に到達することも考えられるので注意が必要だ。一度に為替予約が消滅することのない、目標収益型の特約付き為替予約などを利用すると、予約レートを改善しつつ有利な条件での為替予約を少なくとも数回分は実行することが可能になる。

将来の相場動向を正しく予想することは難しいが、経営環境に大きな変化が起こっている可能性に留意しつつ、為替ヘッジの方法も機動的に工夫するメリットは十分あるものと考ええる。