

# 2013年外国為替市場のレビュー と今後の展望

## 本郷賢

ブルームバーグL.P.  
アプリケーションスペシャリスト 為替担当

アベノミクス期待に沸いた今年の年明けもまだ記憶に新しいところだが、早いもので二〇一三年も年の瀬を迎えている。今回は今年の外国為替市場動向を振り返り、節目節目で何が起こっていたかを整理してみたい。

ドル円相場も一年前と比較すると大きく円安方向にシフトしており、輸出産業の企業収益には多大な恩恵を与える環境になってきているように見える。夏以降は、一時の一方的な円安への動きも収まっているようだが、今後はどんな点に注目すべきなのだろうか。

### 円安主導相場から 米ドル主導相場への移行

二〇一二年二月の衆議院解散発言の後、急速な円安への動きがスタートした。当初は自民党安倍政権への期待感が円安相場を牽引し、四月に日銀の黒田新総裁が質的量的緩和策を示すと、円安方向の動きに拍車がかかった。ほぼ一方的な円安の動きが、五月二二日に二〇三円七〇銭台を付けるまで続くことになったのだ。

昨年後半から今年前半のドル円相場は二つの局面に分けて見ることができる。図1はドル円相場の推移(右軸)と、主要六通貨

に対する米ドルの動きを示すドルインデックス(左軸)の推移(二年間日次)を表示している。昨年二月下旬から今年四月頃までの動きは、主にアベノミクスに対する期待感が円安の動きをドライブし、ドルインデックスがもみ合う中で、どんどん円安になっていったと見ることができよう。五月以降になるとドルインデックスの山谷とドル円相場が一致してきていることが見て取れ、この局面では米ドル主導で動くように変化していったことが分かる。

### 米国的金融緩和の縮小発言と 為替相場

五月二二日にバーナンキFRB議長が量的金融緩和の縮小を行う可能性について বলেনと、その後グローバル金融市場には大きな動揺が走った。ブラジル、インド等をはじめとする新興国の株式や通貨は七月頃まで急落する反応を見せた。量的金融緩和の中、低金利で調達された米ドルが新興国市場の株式をはじめとするリスク資産に投資されていたと見られるため、こういったポジションが巻き戻された、あるいは巻き戻しを懸念する動きが出たと考えられる。

図2はドルインデックス(青:右軸)とブラ

ジルボベスパ指数(ピンク:左軸)を二〇一二年九月から今年一月まで表示した日次チャートだ。下段には両者の相関係数を表示した(データ期間六〇)。相関係数はマイナス(完全な逆相関)からプラス(完全な正相関)の値を取る。この期間は逆相関で動く時期が多かったことが分かる。実際、上のグラフの値動きを見ても、ブラジル株が上昇するときドルインデックスが下落、ブラジル株が下落するときドルインデックスが上昇する動きを見ることが多かったことが確認できる。ただ、今年五月二二日の量的緩和縮小発言が初めて出た直後は、ブラジル株もドルもどちらも下落方向に動いたことが分かる。それまでの両者の逆相関の関係から見ると多分に攪乱的な動きとなり、その後為替市場の方向感がつかみにくくなっていたようだ。

そもそも大規模な金融緩和でドル安、緩和縮小ならドル高という前提を信じる向きが多かったはずだが、今年前半、緩和縮小が取り沙汰される前はかなり明確にドル高方向に動いていたことが分かる。ところが緩和縮小の話が出てからはドル安に動いているわけで、この動きは当初(あるいは今も)為替市場が考えていたことと反対である。

図1 ●ドル円相場とドルインデックスの推移



図2 ●ドルインデックスとブラジルボエスバ指数の推移

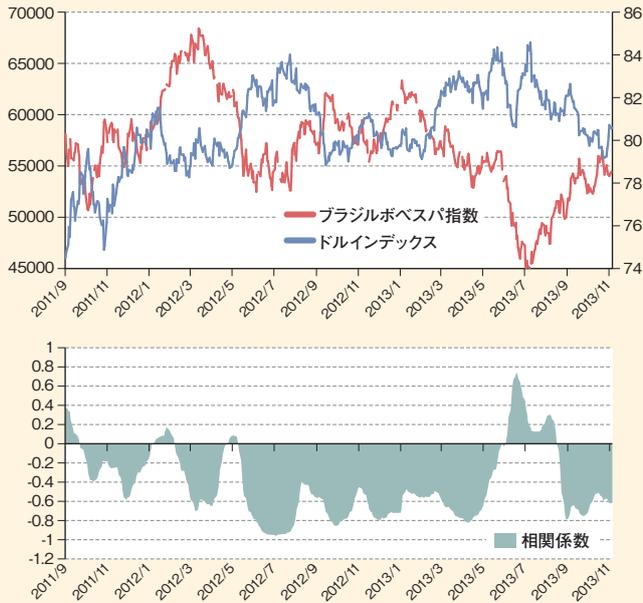


図3 ●ドルネットロングとドルインデックスの推移



## 為替市場の投機的ポジションと市場への影響

九月一八日の米連邦公開市場委員会(FOMC)は大方の事前予想を裏切り、量的緩和の縮小には動かなかつた。発表直後こそドル売り、リスク資産買いの反応が出たものの、その後一〇月に入り米国の債務上限問題で再度金融市場に不透明が強まると、相場方向感がかみにくくなっていった。

米国の量的金融緩和の縮小タイミングへの思惑が、今年のグローバル金融市場の一大テーマだったわけだが、先ほど述べた通り、このテーマに関連した情報伝達と相場の動

きが必ずしも整合的だったわけではない。こうした攪乱要因として考えられるのは、その時々々の為替市場のポジションで、特にヘッジファンド等に代表される投機的な為替ポジションである。

投機目的でポジションを持った場合には、どこかの時点でそのポジションを解消しないことには利益を得ることができない。ポジションが大きくなるほど、一気に解消すると相場への影響が大きくなる。またポジションが大きくなるほど、予期せぬニュースやイベントに敏感に反応しやすくなることなどが一般に観察される。

図3はシカゴIMM通貨先物市場の各通

貨の投機的ポジションを集計し、売り買いを相殺したネットポジションとしてドルロングが上方向に来るように表示したものだ。この期間では、ドルインデックスの上げ下げとポジションの動きは一致することが多いことが分かる。今年五月後半は、ドルの買いポジションが積み上がり始めたところで先の緩和縮小発言のサプライズがあり、ポジションが一旦解消されたことが分かる。本来ドル買いで反応しそうな材料が思いがけない動きになったのは、こうしたポジション事情が影響した可能性もありそうだ。また、九月下旬以降、それまで残っていたドルロングは一気に解消されていったことが見て取れる。目立ったポジションがない場合には、比較的素直にニュースイベントを反映した相場になることが多そうだ。

今年夏以降九月の金融緩和縮小が目された米経済だが、ここに来て、緩和縮小は来年三月頃まで先送りとの見方も強まっている。ここからは、これまで以上に米景気を示す各経済指標の内容に注目が集まりそうな気が配だ。

ブラジル株式等の新興国市場の動向、ほぼスクエア状態に戻ったドルの投機的ポジションがどのように推移していくかなど、注意深く見ていきたい。