

円キャリートレードの不思議

（株価と為替と金利の関係）

伊豆
久

はじめに

図1は、ここ一年の株価と円ドルレートの推移を日次ベースでグラフにしたものである。

二つのグラフは鏡に映したようにきれいな対称をなしている。つまり、円が安い時には株価が高く、円が高い時には株価は下落している。

なぜこのように密接に連動しているのだろうか。

一つには、為替レートが輸出企業の収益に大きな影響を与えるからであろう。内需の回復が進まない現状では、輸出の動向が景気全体を大きく左右している。そのため、円安が株高を、反対に円高は株安をもたらしているのである。

もう一つは、円キャリートレードをおこなうヘッジファンドを通じた連動性である。金利の安い円を売り金利の高いドルを買う取引（円キャリートレード）をおこなうヘッジファンドが多く、他方で、日本株市場ではヘッジファンド等の海外投資家のウエイトが非常に高い。そこで、円が安くなつて円キャリートレードの利益が大きくなるとヘッジファンドのリスク許容度が大きくなり、さらに日本株への投資を増やす、少なくともそうした連

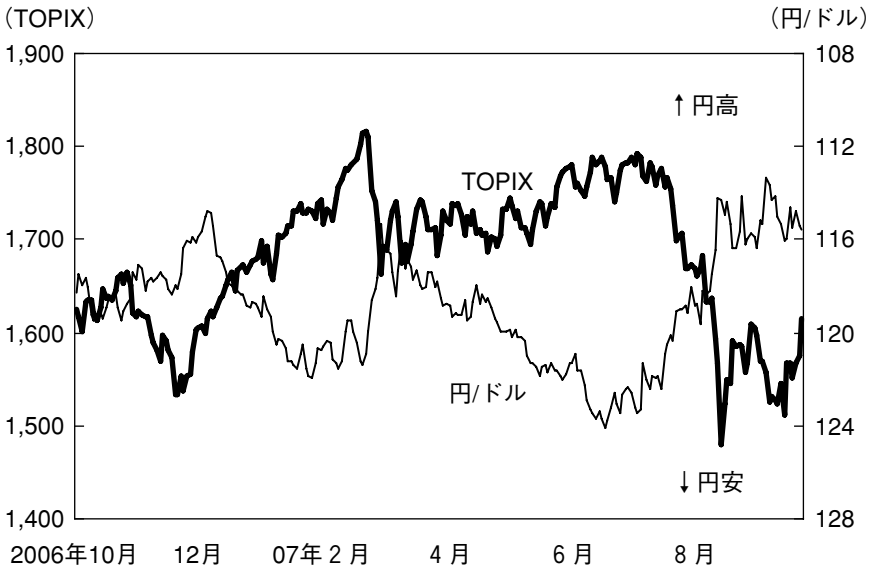
想が市場で強いからであろう。

しかし本当にそうなのだろうか。少し長い期間で考えてみると、株価と為替レートの関係は決して一義的なものではない。現在の「円安⇨株高」⇨「円高⇨株高」の関係は、〇三年頃からの現象であり、それ以前は、全く逆の「円安⇨株安」⇨「円高⇨株高」の時期が十年ほど続いていた。他方で、日本経済の輸出依存度が高いのは、何もこの二、三年のことではないことから考えると、「円安⇨輸出企業収益拡大⇨景気押上げ⇨株価上昇」(円高時は逆)との説明には、いくつかの留保が必要であるように思われる。

もう一つの、ヘッジファンドの円キャリートレードが為替と株価の連動性を高めているという解釈についても、そもそもその円キャリートレードについて、取引の形態、規模、主体、為替への影響等について見方は一様ではない。また、円キャリートレードをおこなうヘッジファンドと日本株を売買するヘッジファンドが異なる可能性を考えると、両者の関係もそう単純ではないはずである。

為替と株価、そして金利の関係について考えてみるこ

図1 株価と為替レート



としたい。

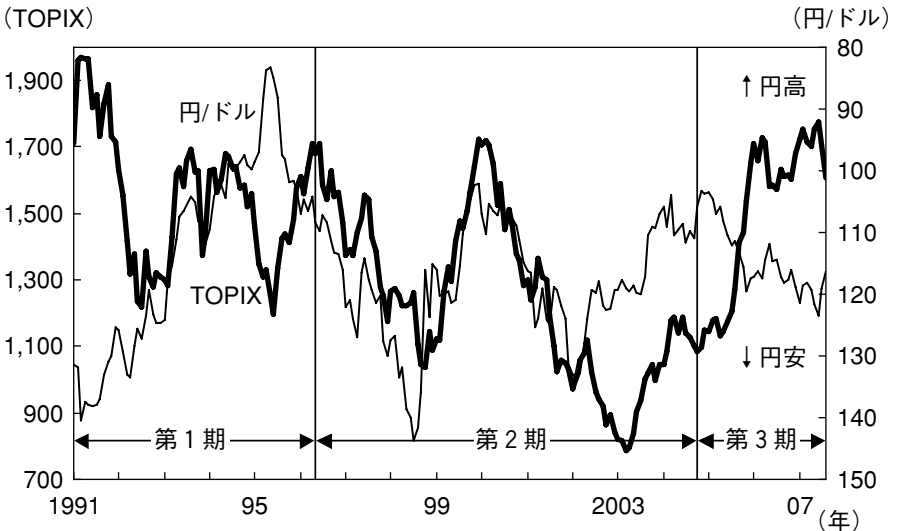
1 株価と為替レート

図2は、図1と同じ株価と為替レートの関係を、期間を長く一九九一年からにして示したものである。これを見ると、両者の関係が単純でないことは明らかであり、大きく三つの時期に分かれることがわかる。

第一期（九一年一月～九六年六月頃）…グラフは、図1と同じく、おおむね逆の動きをしており、円高時には株安、円安時には株高という関係が成立している（ただし、九二年七月頃から九四年五月頃までの、二つのグラフがほぼ平行している時期を挟む）。

第二期（九六年六月頃～〇四年四月頃）…二つのグラフはほぼ平行して動いており、円と株価は同じ方向に、つまり円高⇨株高、円安⇨株安の形で動いている（ただし、〇二年五月頃から〇三年七月頃までの、二つのグラフが逆に動いていた時期を挟む）。

図2 株価と為替レート



第三期（〇四年四月頃～現在）…二つのグラフは、図1そして第一期と同じく、正反対の動きをしている。〇五年春から同年末の株価急騰期に円は急落し、その後の小幅な動きでもほぼ対称の動きとなっている。

つまり、当たり前のことではあるが、為替と株価の関係は単純ではなく、現在のように、〈円安⇨株高〉ばかりが当てはまるわけではない。不良債権問題が深刻化し、景気が悪化するとともに金融システム全体に不安が広がっていた時期には、円も株も売られ、それが一転、ITブームが訪れると株価も円も急上昇した。

現在は確かに、賃金の抑制が続いている上に年金不安が重なり、消費が伸びにくい環境にある。そのため、輸出の与える影響が大きくなっているが、為替と株価の強い連動がこのまま長期にわたって続くと考えるに足る明確な根拠はないように思われる。

2 金利と為替レート

では、金利と為替レートの関係はどうであろうか（図3参照）。

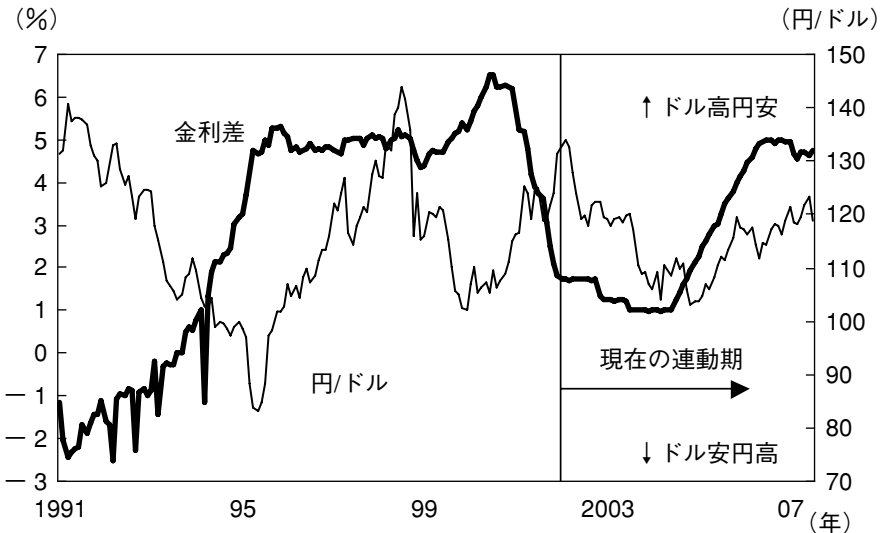
〇二年春頃からのドル安円高局面と〇四年初めから現在に至るドル高円安は、米国と日本の短期金利格差におおむね連動している。この間、日本の金利はゼロから〇・五%と大きな変化はなかったため、米国FRBの政策金利の上げ下げが円ドルレートを大きく動かしたことになる。米国のFFレートが下がると円は高くなり、〇四年六月から住宅バブル・景気の過熱を警戒して金利が引き上げられるとそれにつられるようにドルは高く円は安くなってきた。そして実際、低金利の円やスイスフランを売り高金利のドルやニュージーランドドルなどを買うキャリートレードが増加したと言われる。

しかしながら、キャリートレードの実際となると、その定義も取引額も明確ではない。論者により、シカゴマーカントイル取引所（CME）の通貨先物取引における投機筋の円売りポジションを中心とする見方から、日本の拡大著しい外為証拠金取引や、より長期的な外貨預金・外債投資・外国政府債中心の投資信託の販売額、さらには諸外国における円建て住宅ローンを含める意見もある。また、財務省の円売り市場介入によるドル準備の増加（利子増加分を含む）が円キャリートレードの最たるものとする向きもある。

確かにここ数年、こうした取引に沿う形で円安は進んでおり、時折発生する円の急騰（最近では今年二月と八月）はキャリートレードの巻き戻しであるとされる。

そうしたなかで新聞等では、金利の高い通貨が上昇し金利の低い通貨が下落するのは当然であるかのような記述も見られるが、それは間違いである。短期金利と為替レートの関係は少し長い期間で見ると明らかで（図3）、両者の間に一義的な関係は見当たらない。

図3 日米短期金利差と株価



(注) 日米短期金利差＝米国FFレート－日本コールレート翌日物

そもそも二つの通貨の間に金利差があっても、それは為替の直先スプレッドによって完全に「解消」されてしまふため、金利差だけから利益を上げることが不可能である。例えば、現在の日米の短期金利は米国が四・七五%、日本が〇・五%で四・二五%の金利格差がある。したがって、仮に為替レートが一一五円だとすると、百万円をドルに換えて八六九五・六五ドル（ \parallel 百万円 \cdot 一一五円）を預金すれば、一年間後には四・七五%の金利がついて九一〇八・七〇ドルになる（手数料等はゼロと仮定）。しかし問題はそれを円に再交換する時のレートである。それを現時点で確定させるとすれば（一年後の為替予約を行うとすれば）、現在の直物為替レートである一一五円ではなく、そこから金利格差分円高ドル安の一ドル一一〇円三三銭（ \parallel 一一五 \times （一・〇〇五 \cdot 一一〇四七五））というレートでしか予約できない。したがって、結局一年後の円建ての資産額は百万四九六二円となり、これは結局、百万円を円のまま預金した時（金利〇・五%）の百万五千元に等しい（三八円のズレは端数の四捨五入による）。

つまり、金利が高い通貨の先物為替レートは直物レートに対して割安に、金利が低い通貨は割高になるのである。そのため、 \wedge 金利の高い通貨で運用した時の収益 \searrow と \wedge 金利の低い通貨で運用した時の収益 \searrow は、事前には全く同じとなる。したがって、図3が示すように金利格差と為替レートの間に関係もないのは当然なのである。

したがって、 \wedge 高金利に魅力を感じて外貨建ての預金や債券で運用する \searrow 個人が最近増えているが、それは実は、高金利による利益ではなく、為替リスクをとることによるリターンを目指しているにすぎないのである。

3 ポラテイリティの低下

しかしながら、そうした円キャリートレードは、少なくともここ数年、結果的には成功を収めている。先物為替レートが円高ドル安であるにもかかわらず、直物為替レートはそこに向かわず、比較的安定し、あるいはさらなる円安ドル高で推移してきたのである。それはなぜだろうか。

言い換えれば、先物における円高ドル安にもかかわらず、多くの投資家は、直物では円が高くなることはないと考え、円を売りドルを買い続けた（円キャリートレードが続いた）のであるが、それはなぜなのだろうか。

理由の一つとして、市場のポラテイリティが低下していることがあげられる。

最近、外為市場だけでなく、短期金利、債券、株式など世界の金融市場全体でポラテイリティの低下が観測されている。為替変動リスクが小さいのであれば、金利格差をそのまま獲得しようとする投資家が増えてもおかしくない。

では、ポラテイリティはなぜ低下しているのだろうか。⁽¹⁾

まず考えられるのは、実体経済面の変化で、緩やかな景気の拡大とインフレ率の低下が続いていることである。特に米国では、一九八〇年代半ば以降、GDPのポラテイリティが著しく低下している。とはいえ、これは二〇年ほど前からの現象であるため、最近の（〇四年以降の）金融市場のポラテイリティ低下の主たる要因とするには説得力に欠けるかもしれない。

より重要なのは金融市場における変化であり、その第一は、流動性が増加していることである。どの市場をとっても売買高は高水準にあり、デリバティブ市場の発達や、機関投資家の多様な資産クラスへの分散投資の推進等がその要因となっている。第二に、高いリスクを嗜好するヘッジファンドが成長し各種市場におけるオプショ

ンの売り手となっていることがあげられる。そうした積極的なリスクテークがオプション価格を引き下げ、インプライドボラティリティを抑制している可能性が高い。第三に、金融政策における変化がある。政策金利の変更はより小刻みに行われ、議事録の公開や総裁の記者会見など透明性が向上し、市場との対話が重視されるようになった。こうした漸進主義や透明性の向上が、短期金利の安定性を高め、それを通して市場全体のボラティリティを抑えていると考えられる。

したがって、現在の市場の安定を、この間大きなショックが起らなかった偶然の賜物と見るのは正しくないであろう。それどころか、世界の金融市場はここ数年の間に、石油価格の急騰、GM等米国自動車会社の格付け急落などの市場内部の急変、さらには、九・一一や米イラク戦争、大水害、ハリケーン、などの地政学上の大事件を乗り越えてきたのである。

では、このボラティリティの低下は、持続的なものと考えてよいのであろうか。

流動性の増加、機関投資家の成長、中央銀行の透明性の向上などは、逆戻りするとは考えにくい変化であり、今後とも市場の安定に貢献するものと推測できる。しかしながら、ヘッジファンドによるオプション売りは、現在の市場に対する判断にもとづくものであり、投資家の戦略が変化すれば大きな影響を受けざるをえない。売りの増大はオプション価格を引き下げて、自己実現的に利益を得ることができると、ボラティリティの低下の多くがこうした投機取引によるものだとすれば、肥大化したポジションの巻き戻しによって大きな変化が生じる可能性がある。

また、金融政策の透明性についても最近の特殊な状況を考慮に入れる必要がある。すなわち、米国を初め、欧州、日本とも、ここ数年金利を引き上げてきたが、それは、ITバブル崩壊の影響が薄れ景気が回復していくな

か金利を中立水準に戻す過程であった。したがって市場は短期金利の予測において、「現状維持」か「引き上げ」かのどちらかに賭ければよく、「引き下げ」のリスクを考慮する必要はなかった。中央銀行からすれば「市場との対話」がやりやすい環境だったのである。しかし、中立的な水準に復帰すれば、今後は、「引き上げ」も「引き下げ」もありえることになり不確実性が高まる。そうなれば、金利の安定性の低下を通じて市場全体のボラティリティが増加に転じる可能性も否定できないのである。

おわりに

外為証拠金取引を活発におこなう日本の個人投資家は、今や「ミセス・ワタナベ」との名前で国際誌でも紹介されるようになった。売買額は東京市場の三割を占め、その円売りポジションがCMEのそれを上回ることもあるという。そして今年八月、サブプライム問題に伴うキャリートレードの巻き戻しにより円が急騰した際も、個人は円を売り続け、外為市場、ひいては株式市場の安定に一役買ったともされる。⁽²⁾しかしながら見てきたように、株価と為替と金利の関係は、論理的にも歴史的にも安定的なものではない。へ足元の傾向が今後も長期にわたって持続する〜と根拠もなく思い込むことは、非常に危険なことではないだろうか。

注

(1) 以下は、*The Recent behaviour of financial market volatility*, BIS Papers, no. 29, August 2006, 12-13。

(2) "Not-yet-desperate housewives: Is Mrs Watanabe doing her bit for global stability?" *The Economist*, August 16 2007.