

年

の暮れが近づくと来年の各種相場予想をするのが常であるが、絶対に当たる単一の予想シナリオなどは原理的に不可能である。人間にできることは、複数のシナリオを頭に描きながら相場に対応していくことだ。とりわけその時に話題のシナリオ、あるいはトレンドが途中で大きくひっくり返る「逆転シナリオ」を考えておくことが大切だ。

昨年の暮れの話のトレンドは、「底なしの金融危機」「危機の最中のドル高」「資源価格崩落」だった。しかし結局、今年これら3つのトレンドはすべて途中で反転した。年の暮れに相場を予想して新年に投資ポジションを積み上げる。その過程では支配的な予想が自己実現する。しかし、市況が成熟すると、すなわち対象となる相場が大幅に割安か割高になると、相場予想の自己否定の局面に転換する。



ドル安は米国に莫大な為替評価損をもたらす

2010為替

3つのキーワード

■ドル安

■ゼロ金利政策終了

■ゴールド

たけなか まさはる
竹中 正治
龍谷大学教授

いま話題のトレンドは、為替相場では「ドル安」世界景気では先進諸国の「2番底不安」、上昇が有望そうな銘柄では「ゴールド」である。従って2010年はとりあえず、こうしたトレンドがある程度継続して始まるのだろう。そしてどこかで反転するのだ。

ドル売りキャリートレードの累積と巻き戻し

景況については、日本、米国経済とも今年の底打ち回復を見誤った悲観派のエコノミストらが「2番底シナリオ」や「長期停滞シナリオ」をまだ繰り返している。実際、世界各国で一斉に発動された景気刺激策のかんりの部分は、このままだと10年にはなくなるので、一時的な弱含み局面を予想するのは自然だろう。雇用情勢はもとより景気の先行指数であるが、先進国での雇用の回復にかなりのタイムラグが生じることも、1990年代以降の景気回復局面で繰り返されてきたことにすぎない。それでも最後に景気は回復する。

ドル安（あるいは円高）については、米国のゼロ金利状態が長引き、「ドル売りキャリートレード」がまだ広がりそうな雲行きだ。しかし現在の名目相場で1ドル＝1100円は実質相場ベースでは73年以来的相場レンジのほぼ平均値であり、90円なら10

%, 80円なら20%の円高バイアスの水準である。つまり1ドル＝80円なら

家の対外債権に莫大な為替評価損が生じ、なんと1兆ドルもの対外純債務

的なドルの流動性不足が生じたのかを理解すれば、これが意味すること

く世界中のさまざまな投資家の同様の投資選択が、再び世界の資源、コ

%、80円なら20%の円高バイアスの水準である。つまり1ドル＝80円なら(購買力平価比較で)明らかに円のオーバーシュートである。ドル相場がその前後まで下がってから反転するのか、このまま反転するのは分らない。しかし、そんな円高のオーバーシュートがあれば、長期投資に徹することのできる投資家には絶好の外貨投資のチャンスである。

10年のどこかで「ドルゼロ金利政策」終了のカウントダウンが始まるはずだ。その時にドル売りキャリートレードがどれほど累積しているか、金利の上昇速度がどれほどになると予想されるかが重大なポイントである。相場の反転は、既存持ち高の累積が巨額であるほど激しくなることは、円売りキャリートレードの巻き戻しが急激であったことからお分かりだろう。

当面のドル安は今の米国経済にとって順風だ。まず経常収支赤字は06年のピークであるGDP比率で6%から、足元2.8%まで縮小した(09年第2四半期Ⅱ図)。ドル安はこのトレンドの持続にとって支援要因である。

また、米国の対外債権19・9兆ドルの半分以上は外貨建て、23・4兆ドルの対外債務のほとんどはドル建てである。その結果10%もの全般的なドル相場下落が起これば、米国投資

家の対外債権に莫大な為替評価益が生じ、なんと1兆ドルもの対外純債務の減少をもたらす「千天の慈雨」となる。

途上国は米国とは逆に対外債務の大半が外貨建てであるために、自国通貨の下落が対外負債の膨張をもたらす、経済的な困難を引き起こす。ところが基軸通貨国の米国にとってドルの過大評価こそ将来の危機因子である。

ドル相場が下落すると「ドル離れ→ドル凋落」と書きたてるメディアの市況記者は、この点で全く勘違いしている。実は「ドル売りキャリートレード」は「ドル離れ」というイメージとは反対に、ドルへの依存をますます強める取引にはかならない。

というのは先物などのオフバランス取引だろうが、オンバランスの取引だろうが、「ドルを売る」ということはドルを負債サイドにおいて、別の資産に投資するわけである。そして投資家がドルの負債サイドを膨張させるといことは、相手になる誰かがドルを資産サイドにして提供しているわけである。莫大なドル資金を提供できるのは米国の金融機関だ。

そもそも08年の金融危機の深刻化の局面で、危機の震源地であった米国のみならず欧州の金融機関やレバレッジ系投資家の間でなぜパニック

的なドルの流動性不足が生じたのかを理解すれば、これが意味することは明らかだろう。これら欧州の金融投資機関は莫大なドルの短期資金を調達して、米国の証券化商品などに投資していた。金融危機で世界的な信用収縮が起これば、ドルの資金調達が困難になったので、金融パニックになったのだ。

ドル離れできない中国が選ぶゴールドシフト

2兆ドルを超えるドルの外貨準備を積み上げ、さらに増加させている中国が「ドル安を放置するなら外貨準備を他通貨資産にシフトするぞ」と凄んでみても、そのこと自体が引き起こすドル安で自らの対外資産の目減りに拍車をかけるだけだ。つまり中国はドル基軸通貨の罠に深くはまり込んでいる。過剰なドル外貨準備をこれ以上増やさないために中国にできることは、外為市場のドル買い介入をやめて、人民元の相場上昇を許容することなのだが、国内の産業的、政治的な事情でそれがなかなかできないようだ。

そこで国有企業の対外投資を増加させて、外貨準備をエネルギー、鉱物資源、ゴールド、株式など海外のほかの実物資産などにシフトし、投資のリターンを上げる選択に傾斜するかもしれない。中国だけではな

く世界中のさまざまな投資家の同様の投資選択が、再び世界の資源、コモディティ価格の高騰に拍車をかける可能性がある。その代表銘柄がゴールドかもしれない。

ゴールドは、当面のドル安と将来の米国のインフレ懸念の対極として上昇期待の対象になるからだ。ただし、既に経験したように、世界のコモディティ市場は今日莫大に積み上がった金融資産の規模に比べると相対的に狭隘である。その結果、値動きが激しくなり、バブル的な高騰の後には崩壊が待っている。

図 米国の経常収支と実質実効ドル相場指数(四半期ベース)

