

2020年11月2日

「動かない為替市場」

公益財団法人 国際通貨研究所
理事長 渡辺 博史

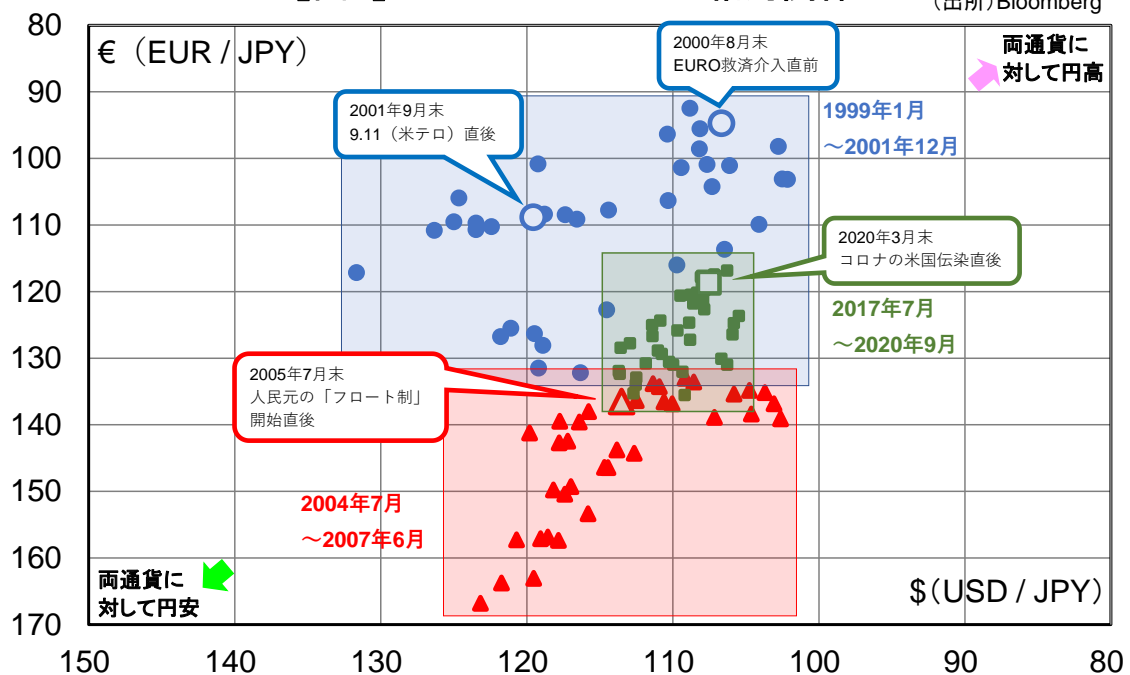
最近のコロナ禍の影響の一つとして「為替市場が動かない、あるいは反応が鈍い」と言われることが増えてきた。

しかし、この現象自体は、新型コロナウイルスが全世界に蔓延し始めた年初以降に初めて起こったわけではなく、既に数年前から発生している事象である。

下の【図1】を見て頂くと明らかであるが、例えば、この3年間の為替市場の動きは、極めて狭い範囲の中にとどまっている。

【図1】 円 ドル ユーロの相対関係

(出所) Bloomberg



この【図1】は、現在の為替市場での取引量が多い3通貨（米ドル、ユーロ、円）の相対関係を1枚のグラフで見ようとしたものである。円＝米ドル、円＝ユーロ、そして米ドル＝ユーロのそれぞれの関係を表す二項関係のグラフは良く見かけるし、それを2つ、3つ上下に並べる場合もあるが、Y軸の縮尺が違っていたりして（X軸は時の進行

なので、同じであるが・・・) なかなか相対関係は分かりにくい。そこで、それを XY 軸の 2 次元座標でまとめてみようとしたものである。この図は、円をベースにして (円の数値を X 軸、Y 軸の座標にしている) 作成しているが、米ドル、ユーロのそれぞれをベースにして作ることも容易である。

その 3 通貨の相関を、とりあえず 3 つの時点で見してみた。

第一期【青色の●】は、ユーロの導入以降の 3 年間であり、その期間中には 2000 年のユーロ暴落に対応した救済介入、2001 年のニューヨークの貿易センタービル・テロが起こっている。第二期【赤色の▲】は、期間中の 2005 年に、中国の人民元の「フロート移行」の発表があった 3 年間である。そして、第三期【緑色の■】は、今日に至るまでのこの 3 年間である。

図は、右上 (地図でいえば北東) 方向に進めば、円が両通貨双方に対して強くなることを表し、左下 (南西) に進めば、円が両通貨双方に対して弱くなっている。右下、左上に動けば、円が 1 通貨に対してのみ強く (あるいは弱く) なっていることを表している。

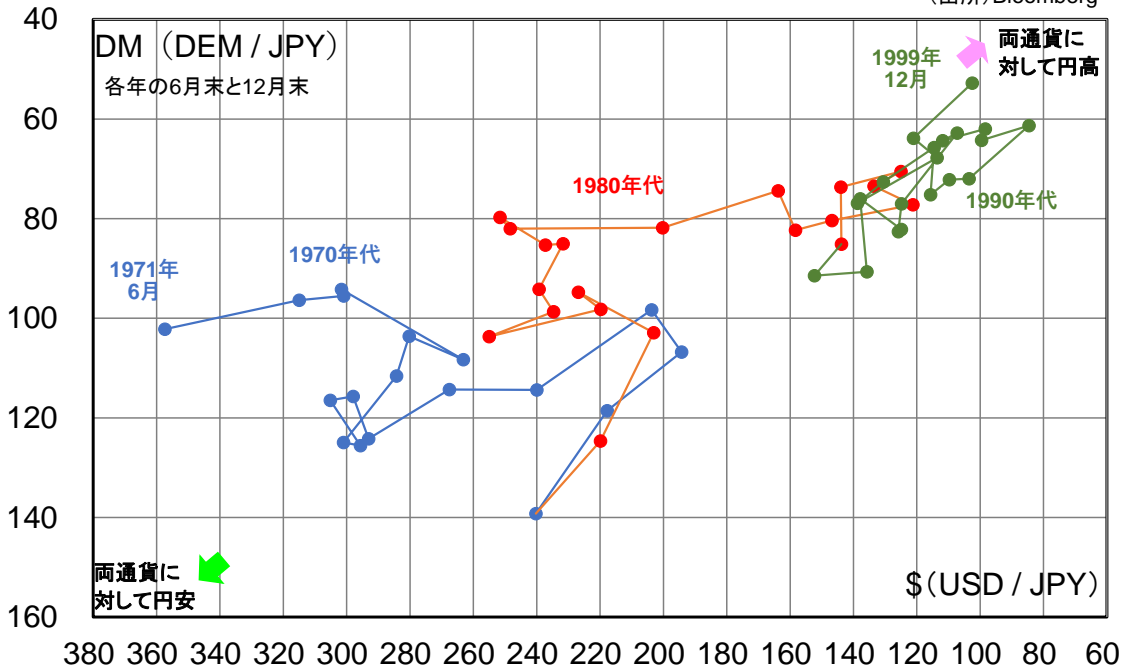
このグラフを見て直ちに分かることは、

- ① 為替の水準でいえば、第一期は円が両通貨に対して相対的に強く、第二期はその反対で円が両通貨に対して相対的に弱く推移した。そして第三期は、その中間に位置している。
- ② 期間中の変動の大きさからみれば、第一期、第二期は上下、左右の両方で変動幅がかなり大きく、それに比べれば、直近の第三期は極めて小さい変動におさまっている。いわば、現状は長期の「ボックス圏内」変動になっている。

参考までに、ユーロ導入前の状態を、変動相場制に移行した 1970 年代初頭からユーロの導入、使用によって欧州大陸通貨が消滅した 20 世紀末までを、当時の欧州最強通貨であった、ドイツマルクと円、米ドルの 3 通貨で表してみると、基本的には、円が両通貨に対して基本的に強くなり続けた事実を明確に表している (右上、北東方向に動いている)。

【図2】 円ドル ドイツマルクの相対関係

(出所) Bloomberg



この現在の変動幅の極小化という事象をどう説明するかは、この際良く考えておいてよいだろう。もちろん単なる「偶然」という結論もあり得ようが、政治、投資動向、交易制限といった各面で様々のことが多発している割には、それへの反応が全くない、あるいは有ったとしても、極めて短期間で旧に復するという動きが支配的である状態にはそれなりのメカニズムが働いているだろう。

この3年間の経済事象を振り返れば、やはり各国で長期にわたり採られた超低金利政策及び大規模な量的緩和政策の影響に着目して、これを分析する必要があるだろう。従来「理論は別として実際にはありえないだろう」とされたマイナス金利もヨーロッパを中心に広汎に実施されたが、下方硬直も厳然とあった結果、上が下がってくる中で、全体が下方遷移するというよりは、各国の金利差が相対的に縮小した。

相対的な金利差を意識したポートフォリオ投資の動きも鈍くなり、大きな金利差を前提に行われていたとされる「キャリートレード」も旨味が無くなるという状況が、通貨交換を介した「利回り希求行動」へのインセンティブを小さくしているとも思われる。

中央銀行からの津波的な大量資金供給の中心は、米国のFRBであるが、その動向については、数日後に控えている米国大統領選挙及び上下両院選による影響を見る必要がある。しかし、どちらになっても、あるいは数十日間当選者が確定しなくてもあまり大きな変動にはならないとは思っているが、我々の乏しい想像力を超えたレベルの、オクトーバーならぬ「ノヴェンバー・サプライズ」があるかも知れないので、引き続き、市場の動きそのものではなく、「潮目読みの風説の推移」には注意した方がよいだろう。

それはともかくとして、上記のような面からの分析は、「為替水準」の決定要因についての理論のブラッシュアップにもつながるのではないか。

(以上)
(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>