

為替相場を考える

Q 1 . 為替相場を読むのは非常に難しいですが、為替市場に何か特徴がありますか？

- ・ 為替市場は、需要と供給で値段（為替相場）が決まる典型的な市場の一つです。しかも個々の市場参加者の取引額に比べると市場全体の規模が非常に大きいので、誰か一人が相場を意図的に操作するといったことは不可能です。
- ・ 単純化のため、為替市場での需給をドルに対する需給だとすると、ドルを売り買いする人たちには 2 タイプあることが分かります。一つは、タイミングは別として、必ずドルを売るか、または買う人たちです。輸出業者や輸入業者がその典型です。もう一つは、ドルが上がりそうなら買い、下がりそうなら売って利益を得ようとする人たちで、投機家と呼ばれています。
- ・ この 2 タイプの売り買いのうち、前者を実需、後者を投機的需要と言います。為替市場ではどちらの需要（供給）が大きいのかといえば、それは圧倒的に投機的需要が大きいのです。

Q 2 . 投機的需要の方が大きいということが、為替相場の決まり方に影響を及ぼしているのですか？

- ・ 日本の輸出が増えて貿易黒字が拡大すると、ドルを手に入れた輸出業者がそれを市場で売って円に換えようとするので、ドル売り円買いの実需が増えます。他に目立った要因がないとした場合、相場はドル安円高に振れるのが自然です。しかし実際には、相場が動かないこともあれば、逆にドル高円安になることさえあります。
- ・ ここに為替相場を考える重要なポイントがあります。それは、為替相場を動かす要因である輸出の拡大とは、文字通り輸出の拡大そのものなのか、それとも輸出の拡大が市場に伝わることなのかという点です。
- ・ 貿易統計の発表は早くても翌月、アメリカでは翌々月です。輸出が拡大して実需に影響が出始めるのは当月ですが、その事実を統計で確認できるのはもっと後のことです。
- ・ 上記の例に戻ると、相場が実需だけで動いているなら、輸出拡大のニュースが伝わる前にドル安円高の動きが起こってしまっているはずですが、後日貿易統計が発表されても、その段階で実需に影響が及ぶことはありません。
- ・ しかし投機が加わると動きは複雑になります。たとえば投機家たちが輸出の増加を予想してあらかじめドルを売っていたとすると、ニュースが伝わっても相場は動かないかもしれません。ニュースの内容が予想と大きく違っていたら、ドルをさらに売り増したり、

逆に慌てて買い戻したりするかもしれません。そうすると、当然ながら相場はドル安にもドル高にもどちらにも振れる可能性があります。

Q 3 . 気まぐれな投機的需要が相場を左右するなら、相場の予測はできないのですか？

- ・「予想と大きく違っていたら」と書きましたが、この点が重要です。比較的短い期間の為替相場を決める主要な要因が「予想（期待）」だからです。無数の投機家たちが、それぞれの予想にしたがって、自らのポジション（ドルの買い持ちまたは売り持ち）を決めています。現在ただいまの相場の水準は、そうした無数のポジションの均衡値だと言えます。
- ・様々な要因によって予想が修正されると、投機家たちは自らのポジションも修正します。その結果として相場が動くわけです。この予想やポジションの修正のなされ方次第では、相場の動く方向と実需の動きとが、どうにもそぐわないように見えることがあります。その背後には、実はこうした事情が働いているのです。
- ・しかし、短期的には予想に振り回されがちな為替相場も、数ヶ月から数年という期間で見ると、より実需を反映した動きをすと言えます。先の例を振り返れば、輸出や黒字の増加に関する予想が狂えば、為替相場は短期的には上にも下にもどちらへも動きます。しかし黒字が累積していくという事実は、実需面においてドル売り円買いという一方向の動きを生み出します。その結果、基調的にはドル安円高の流れが形成されるのです。

Q 4 . では今後の為替相場はどう展開すると考えればいいのですか？

- ・以上の説明からも明らかなように、短期的な為替相場を予測して的中させるためには、市場参加者が現在持っている予想が、いつどの程度修正されるかを予測することが必要です。換言すれば、情報を収集し分析して作り上げられた現在の予想が実は誤っていることを、予測者だけが知っていなければなりません。「皆はバカで、自分だけが賢い」と言える人だけが、短期の為替相場を予測できることになります。
- ・しかし、より長い期間の為替相場のトレンドを予測することは不可能ではありません。それはドルや円に対する実需の強さと方向性を予測する作業です。その結果として相場の基調が見えてきます。
- ・これから数ヶ月ほどの期間については、日米の景気の強さが大きな意味を持つと思われます。すでに、低すぎる金利の引き上げ局面に入っているアメリカと、量的緩和という超金融緩和政策から脱却するめどがまだ立っていない日本。今後、日米金利差の拡大が続くなら、実需の方向は円売りドル買いでしょう。
- ・ところが、日米ともに、肝心の景気に先行き不安が出てきています。来年は景気が調整

する年、成長率は今年より低くなるというのが一般的な見方です。今後どちらの国が、いつどの程度弱くなるのか、アメリカの利上げのペースにブレーキが掛かるのかどうか。予想の修正に応じて為替相場は上下しながら、日米の景気の相対的な強弱や金利差の動きを徐々に織り込む形で動いていくと考えられます。

- ・さらに、より長い期間の基調を決める要因として重要なのが、アメリカの経常赤字です。経常赤字の分だけは海外から資本が流入しなければならないというのが経済学の教えです。アメリカへの資本の流入は為替市場でのドル買いそのものです。問題は、海外の投資家たちが喜んでドルを買うのかどうかという点です。
- ・ドルを買ってもらわねばならないというのは、アメリカから見ればドル売りという実需です。これが継続的に続き、しかも買い手である海外の投資家が喜んでドルを買ってくれないようだと、ドル相場下落は避けられません。中期的には、これが為替相場の基調を形成する可能性が高いでしょう。

お問合せ先 調査部（東京）五十嵐

E-mail : igarashi@ufji.co.jp

※本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。