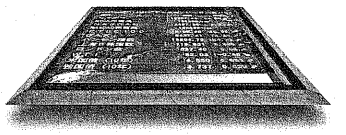
角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File.008

通貨分散にはどの程度のリスク軽減効果があるか？

円金利VS欧米・資源国通貨金利に注目していくことが重要

ささか唐突ながら、私が仕事をするうえで拠って立つひとつの考え方は「教科書的なものの言いようは果たして現実に耐えうるか」である。言い換えると「教科書的には正しいが現実的には必ずしも正しくないことがままある」ということでもある。

ある限定された一時期においてのみそうであることもあるし、相当程度長期にわたって「教科書」ノットイコール「現実」であることも少なくない。今回はそんなテーマを取り上げようと思う。

通貨分散によるリスクヘッジ効果は本当か!?

現在、銀行などの金融機関で最も売れ筋の投資信託といえば、いわゆるグローバルバランス型ファンドだ。もちろん、その最大のウリは「異なるアセットクラス（株式、債券、REITなど）に分散投資することによるリスク軽減効果」とともに「通貨分散によるリスク軽減効果」である。

かくして、現在78兆5000億円を擁するわが国の国内公募投信（契約型の証券投信基準）が保有する外貨建て資産は33兆4500億円と、資産全体の42％を超える。

さて、外貨建て資産の組入れ額の上位は米ドルの12兆7900億円を筆頭に、以下ユーロ、オーストラリア、イギリス、カナダと続く。以上で27兆6400億円と外貨建て資産全体の82・6％を占める。これらの外貨建て資産に投じられている資金の多くが「為替分散によるリスクヘッジ効果」を期待しているのだ。

ところで、我々は「多くの通貨に分散することにより、為替変動リスクは（相当程度）分散され、リスク分散効果を持つ」という教科書的な言い分に疑念を抱かない。さらに言えば、多通貨への分散投資が本当にリスクヘッジ機能を持つことの具体的な証左を求めようとする人は稀である。では、実際に通貨分散はどの程度リスク軽減機能を果たしてきたのか？

まず2006年9月からの約10カ月間の動きを振り返ってみる（**図表1**）。このデータは、東京市場で毎日公表される「対顧客電信売り相場（TTS）」の週末値の対前週末値での変動率を計算、1週間ごとに示したものを折れ線グラフに仕立て上げたものだ。もちろんこれらの外貨の対円での動きを示している。つまり、上方に振れれば「当該通貨高・円安」、下方に振れれば「当該通貨安・円高」であることを表す。

一目でお分かりいただけると思う。多くの時期においてほぼすべての外貨が揃って円に対して強いか、揃って円に対して下げているかなのだ。言い換えれば、円は最強通貨であるか、それとも最弱通貨であるケースが多いのだ。

ちなみにこの間、観測点は全部で42ある。このうち円が最強通貨だった週は9、最弱通貨の立場に甘んじたのが17。つまり、全体の62％の時期において円は最強か最弱だったのだ。「あらゆる通貨に対して円が買われるか、逆に売られるか」という状態なのだ。

もう少しタイムスパンを長く取って観察してみよう。**図表2**は過去5年半程度の期間における各通貨の対円レートの動きを月次で見たものだ。「円は売られればすべての通貨に対して売られ、買われればすべての通貨に対して買われる」という傾向が近年になるほど顕著になることがお分かりだろうか。ちなみにここでの観測点は全部で66ある。このうち円が最強あるいは最弱の時期は27にとどまる（41％）。しかし、昨年12月以降についてみれば全7時点のうち5時点で最強あるいは最弱だった。

円キャリートレードで円通貨は最強か最弱に

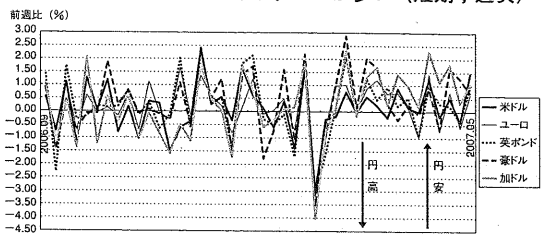
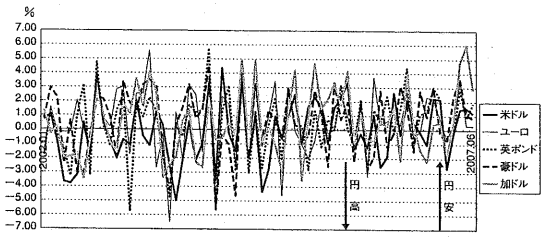
さて、以上の限りにおいては、特に近年に至り、複数通貨に対する分散投資に伴うリスクヘッジ効果が希薄になってきたと結論せざるを得ない。これが果たして一時的なものなのかどうか。これを考えるうえでの最大のキーワードが「円キャリートレード」だ。

現在、世界的な規模でのマネーの流れは「低金利の円が売られて（あるいは円を調達して）、米ドル経由で英ポンド、豪ドル、加ドルなどに流れる」か、もしくはその逆に「米ドル、英ポンドなどで運用されていたリスク許容度の高い資金が、リスクに敏感になって円にふたたび還流する（円キャリートレードの巻き戻し）」かという一方向での流れになりやすいのだ。これが結果的に、円が最強通貨であるか、逆に最弱通貨であるかのどちらかというように極端に振れがちであるという現象をもたらしていると考えられる。

そして、言うまでもなくこの「円キャリートレード」を促す最大の要因は「超低金利の円」の存在であり「欧米諸国との金利差は縮小せず」「さらなる拡大も予想される」というマーケットの見方にある。であるなら、これからの通貨分散によるリスクヘッジ機能を見るうえでは、「円金利VS欧米、資源国通貨の金利」に注目することがとても重要であることが分かっていただけると思う。

なお、以上の実証データは多通貨への分散投資に伴うリスクヘッジ機能を否定するものではない。多くの人がデータを見ることなく漠然と感じているほどには、そのリスク分散効果は期待できないであろうことをご紹介しただけだ。もちろん、単独の通貨にのみ投資するよりは、米ドル、ユーロ、英ポンドに分散したほうが為替変動リスクが低いのは当然だ。

図表1　円がすべての通貨に対して高いか、あるいは安いかのどちらかであるケースが多い（短期；週次）



図表2　通貨分散に伴うリスクヘッジ機能にはどの程度期待できるか（中期；月次）