

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2月22日)

エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く

<要約>

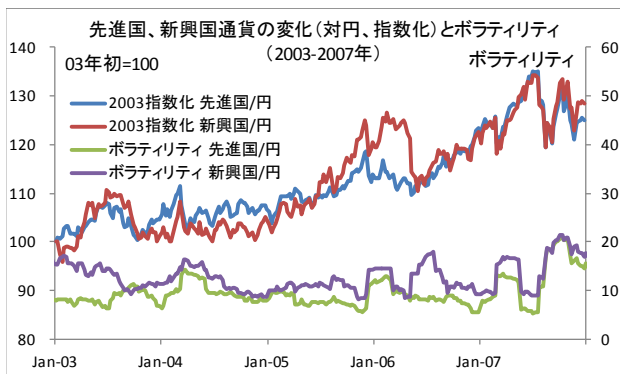
アベノミクス下での円安と、第一日銀ゼロ金利・量的緩和期の円キャリー取引全盛期とは何が違うのかを比較してみると、前回は5年かかった30%上昇達成が今回は半年という短期間で実現した点がいかに異例な円安化だったかを示す一方、今回は金利差のバッファーが相対的に薄いにも拘らず為替の変動率が上昇時も大きかったが下落時にも大きく、金利差、為替差益を合計した円キャリー取引の総合リターンが上下に大きく振れ易く、現在のところ投資家のすそ野が広がりにくい状況だ。今後を展望すると、新興国ではブラジルレアルの円キャリー取引の総合リターンが相対的に高くなり妙味があるとみられる。

円キャリー全盛期 VS アベノミクス

今回の安倍政権下での円安化局面は、円の下落率の点では前回2003年からリーマンショック前までの期間に匹敵するマグニチュードとなっているため、今回も「円キャリー取引」(海外投資家が低金利の円を借りて、高金利通貨に投資し、金利差を得ると共に、為替差益も狙う投資手法)が活発化したのではないかという見方もある。このため、前回(2003年初~2007年末)と今回(2012年10月~直近)で何が共通しており、何が違うのかを比較するため、円キャリー取引の重要な要素である対日金利差(3か月金利差)、為替変動率(3か月前対比で上がったか下がったか)、およびヒストリカルボラティリティ(為替変動率が小さいほどキャリー取引は魅力的とされる。週次変化率の標準偏差を年率換算して算出、数字が小さいほどボラティリティが小さい)を、まずは先進国通貨(ドル、ユーロ、ポンド、豪ドル、NZドル)と新興国通貨(ブラジルレアル、トルコリラ、南アランド、メキシコペソ、ロシアルーブル)の対円相場をまとめて比較する(図表1、2)。

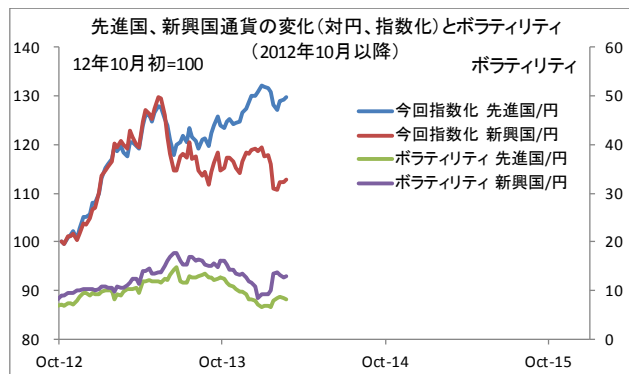
まず大まかな動きを見るため、前回と今回につき、対円相場を各々2003年初、2012年10月初を100として指数化し、先進5か国と新興5か国にまとめて平均すると、前回は5年かけて先進国も新興国も30%超とほぼ同程度上昇した。一方、今回は30%上昇を最初の半年(黒田総裁の異次元緩和開始まで)で達成するなど非常に速い動きだったが、その後は先進国と新興国のパフォーマンスが大きく乖離し、先進国のアウトパフォームが今のところ続いている。この間、ボラティリティは下落時に高まり、かつ新興国の方が相対的に高い傾向はあるものの、前回と今回で水準的に大きな違いはない(但しボラティリティ算出に当たり週次終値を使っているため、日中の大きな変動は捨象されている)。

図表1: 前回の対円上昇率とボラティリティ



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

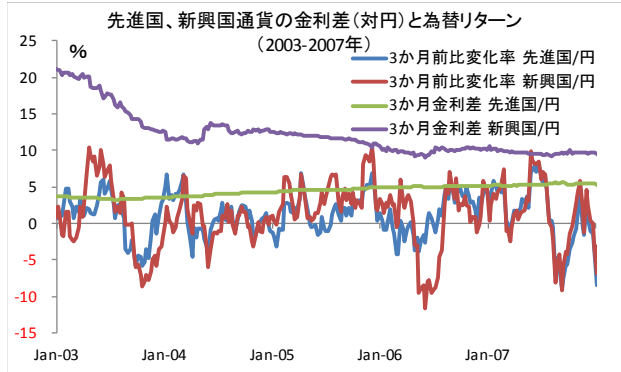
図表2: 今回の対円上昇率とボラティリティ



次に、円キャリー取引のリターンを金利差と為替変動率に分けてみると(図表3、4)、前回局面では新興国通貨では低下傾向とはいえ9%以上の金利差があり、先進国通貨では5年間かけて3%台から5%台へ金利が引き上げられた局面で、金利水準が相対的に高く、かつ為替変動率は一時期に大きく下落する局面も年に1回程

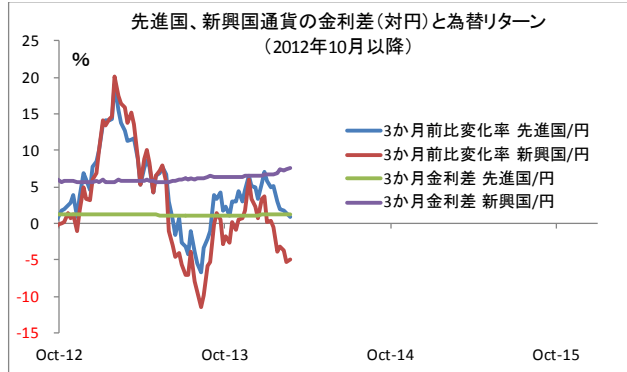
度みられたが先進国、新興国通貨のいずれも比較的落ち着いて推移しており、特に04年後半から05年末にかけては非常に安定して概ねゼロ以上の為替リターンが得られていた。他方、今回の局面では足許でこそ通貨防衛・インフレ抑制のために新興国で利上げが行われ7%台に上昇してきているがそれまでは6%前後で、為替リターンも上下の振れが相対的に大きく、山が高く谷も深くなっている。

図表3：円キャリーのリターン分解（前回）



（注）実際は、為替損益、金利差共に保有期間により変わってくる。

図表4：円キャリーのリターン分解（今回）

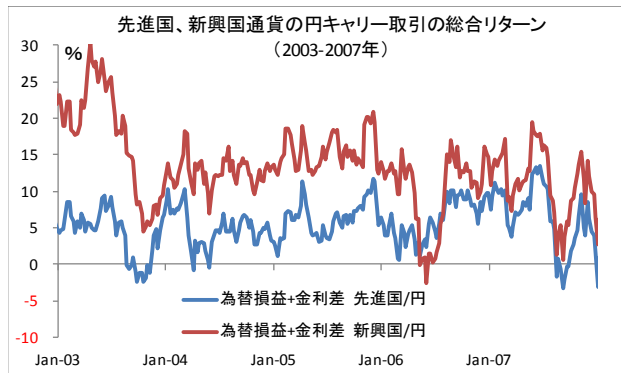


（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

結果として、金利差と為替リターンを合計してみると（図表5、6）、前は新興国通貨では金利差が非常に大きかったため、為替が一時的に10%程度下落しても一定期間保有していれば合計リターンがマイナスになることは殆どなく、新興国通貨を対象とした円キャリー取引は「負けにくい」投資だった。先進国通貨も新興国通貨よりはリターンが低いものの、安定したリターンが得られており、これが円キャリー取引が世界的に流行した背景だ。当時は世界的に景気が回復基調にあり、先進国では米国を中心に連続的に利上げが行われた一方、新興国では金利水準は低下したもののそれはインフレ率の低下により中央銀行が利下げをできたという意味で「いい」金利低下で、それが経済成長を押し上げ新興国通貨への投資の魅力を押し上げていた時代だった。

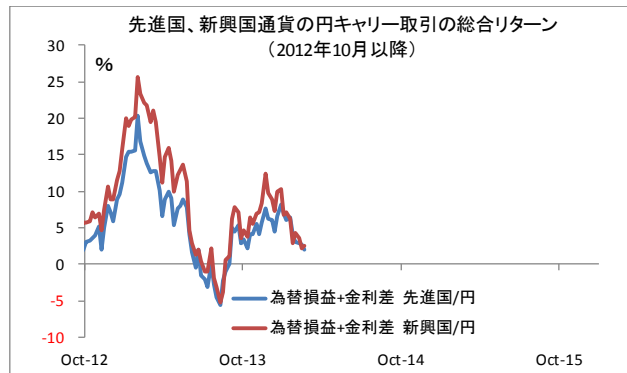
他方、今回はまだ短期間ではあるものの、為替リターンの振れが先進国通貨、新興国通貨共に非常に大きい一方、金利差が相対的に小さくバッファーが薄いことから、上がる時は上がるが下がった時のマイナスも大きくなり、安定的に円キャリー取引をできず、投資家の裾野も広がりにくい状況だ。但し一つ言えるのは、先進国通貨の金利水準が1%台前半と非常に低い一方、新興国通貨の金利は7%台となっていることから、足許の新興国通貨の下落率が大きいものの概ね金利差でカバーできており、先進国通貨と新興国通貨への投資で総合的なリターンはあまり変わらない点、新興国は利上げで本国通貨の相対的魅力をなんとか下支えできている。

図表5：円キャリーの総合リターン（前回）



（注）実際は、為替損益、金利差収益共に保有期間により変わってくる。

図表6：円キャリーの総合リターン（今回）



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

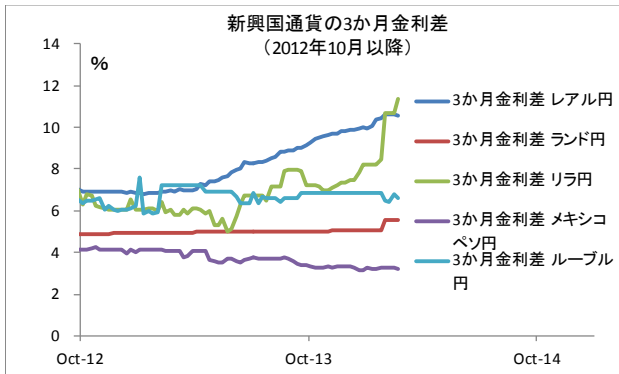
今後の円キャリーはレアルが相対的に妙味

これらの円キャリー取引の要素および今後の見通しを踏まえると、今後はどの通貨が最も魅力的な投資対象となるだろうか？まず新興国通貨の中では、足許はブラジルレアル/円が、中銀による継続的な利上げが通貨安をカバーしており、相対的に最も総合リターンが高くなっている（図表7、8）。2月20日にはブラジル政府が財政緊縮策を発表し、ソブリン格下げリスクを低下させたことも好材料となっている。米量的緩和縮小の余波や今年10月の選挙、およびこれまでの利上げの景気下押し効果といった不透明要素があるものの、もともとブラジルは対外収支面で経常赤字を安定的な直接投資流入で十分賄える点で安定しており、インフレ率も沈静化

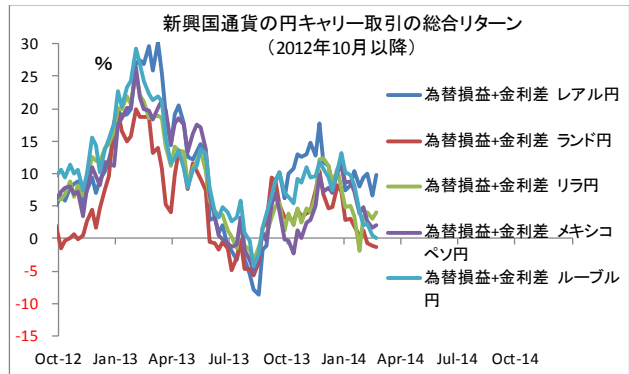
しつつあることから、金利差と為替リターンを総合的にみて、比較的良好なリターンが期待できる。当社のドル/円年末 95 円予想（現水準からだと 7%の円高）が実現しても高金利バッファによりある程度耐えられるだろう。また今回は新興国通貨のボラティリティが前回と比べて急上昇しにくい点も、下支え要因となる。

他方、トルコは大幅利上げを行ったもののこれまでのリラ大幅下落を補った程度で、また今後 3 月だけでなく来年に向けた大統領選も控え政治的不安定が続くリスクがあるほか、南アランドは国内景気の弱さからインフレ高進対策として積極的に利上げをできずにいる。メキシコペソは政治的に最も安定し今後改革も期待されるが、低金利もあって総合リターンで他の新興国通貨をアウトパフォームするのは目先難しいだろう（当社レポート「[TRY : TRY HARDER](#)」、「[ZAR : 負けないで](#)」、「[MXN : サンライズの前にサブマリン](#)」等を参照）。

図表 7 : 新興国の 3 か月金利差



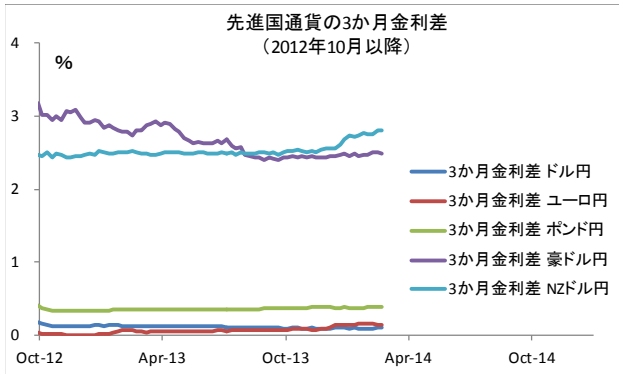
図表 8 : 円キャリアーの総合リターン（新興国）



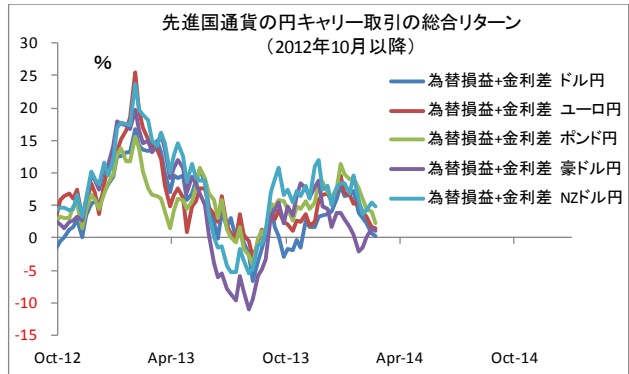
（注）実際は、為替損益、金利差収益に保有期間により変わってくる。（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

先進国通貨では、今年予想される複数回の利上げを事前に織り込むかたちで金利が上昇してきていることもあり、NZ ドルの総合リターンが高くなっている（図表 9、10）。但し、NZ ドルは実質実効相場のみで歴史的な高水準にあり、また中国景気の減速傾向を踏まえると下落に向かう可能性が高く、新興国通貨ほど金利差からくるバッファが十分ではない。この点は先進国通貨共通の問題だが、景気回復と早ければ今年末の利上げ開始も予想されているポンドが、長期的な割安感もあり先進国通貨の中では妙味があるだろう。但し、ポンドを含め欧米通貨の短期金利は依然として非常に低く、金利差収益も狙うキャリアー取引に含めていいかは微妙だ。

図表 9 : 先進国の 3 か月金利差



図表 10 : 円キャリアーの総合リターン（先進国）



（注）実際は、為替損益、金利差収益に保有期間により変わってくる。（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

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、金融商品の売買や投資など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、全てお客様自身でご判断下さいませようよろ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、当社は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。
 当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641