



## 通貨市場の平穏はいつまで続くのか？

### BNY メロン・インベストメント・マネジメントによる 通貨リスクに関する展望

**By Paul Brain**  
Investment Leader, Fixed Income  
Newton

**Simon Derrick**  
Chief Currency Strategist  
BNY Mellon Global Markets

**Charles Dolan**  
Chief Strategist, Fixed Income,  
Cash and Currency  
BNY Mellon Investment Management

**Jack Malvey**  
Chief Global Markets Strategist  
BNY Mellon Investment Management

**Constantine Ponticos**  
Head of Currency Research  
Insight Pareto

**Federico Garcia Zamora**  
Senior Portfolio Manager,  
Currency Strategies  
Standish Mellon Asset Management

#### エグゼクティブ・サマリー

ここ最近、通貨市場のボラティリティは低水準で推移していますが、グローバルの投資家にとって通貨リスクは引き続き重要課題です。直近では、通貨ボラティリティに関して、平穏な市場環境に変化が起りつつあるのではないかと懸念を招くような事例もいくつか見られます。例えば、2013年夏に新興国市場が急落しましたが、この急落を牽引した主要な要因として、新興国の経常収支赤字が為替レートの変動に影響を与えるという懸念があったと投資家は考えています。また今年初頭には、中国当局が人民元の上下双方向への変動幅を拡大し、市場参加者の多くに不意打ちを食わせました。ロシア、ブラジル、トルコをはじめ多くの国で、通貨が政治的なリスク事象の波及経路となることがすでに市場で観測されています。将来に目を向けると、これまでは各国の金利が低水準であったため、キャリートレードにおいて調達する通貨の選択は問題となりませんでした。しかし、FRB や英中銀が予想通り金融引き締めへ転じた場合、先進国通貨のリスク上昇と、そしてそれにも増して新興国通貨のリスク上昇が見込まれます。

BNY メロン・グループでは、傘下の資産運用会社に所属する通貨の専門家に対して、通貨リスクの見通しに関する調査を行い、先進国の金融政策の乖離が始まった場合、投資家が通貨エクスポージャーの管理をどのように考えればよいのか考察しました。

## ボラティリティに変化？

BNY メロン・グループの専門家は、為替市場における低ボラティリティは間もなく終焉するとの見方に同意しています。BNY メロン・インベストメント・マネジメントのチーフ・グローバル市場ストラテジスト、ジャック・マルビー氏は、現在の環境を「サイクルの中間点におけるボラティリティの空白期間」と呼び、こうした穏やかな市場環境は歴史的に1年から5年程度続いてきたと述べています。インサイト・パレートのコンスタンティン・ポンティコス氏は、変化が起こりつつあるという見方に同意しています。「現在、市場は待機状態にあります。我々は過去18カ月の間、ボラティリティがどのような形で復活するのか展望を描いてきましたが、今では金融政策の乖離がボラティリティ復活のトリガーになると考えています。乖離が織り込まれつつある市場ではボラティリティが戻ってきています。例えば、新興国市場では最近こうした動きが観測されました。」

BNY メロン・グローバル・マーケットのチーフ通貨ストラテジスト、サイモン・デリック氏は、ボラティリティの低下を引き起こした要因について以下の通り説明しています。「過去数年間の低金利環境において、投資家は利回りを得るための投資対象を探し求めていました。こうした利回り獲得の手段の一つが、為替オプションの売り取引だったのです。通常、こうした取引はボラティリティとオプション価格の低下をもたらします。特に、各国の金利差が小さい環境においては、非常に穏やかな市場環境をもたらすのです。」

デリック氏は現在、行き過ぎたリスク選好に対する投資家の認識が徐々に高まっていると考えています。「ギリシャがユーロ離脱の危機に直面してからまだ2年足らずですが、今や人々はギリシャに資金を供給しています。」マルビー氏は、リスクテイクが復活したという見方に同意しています。「一部の人は、2008-9年の経験から学んだと言いつつも必死に利回りを求め、より大きなリスクを取っています。このような利回りの追求、あるいは利回りに『食らいつく』とも言える行動は、市場のサイクルに伴って現れる通常の現象なのです。」

デリック氏は、米国連邦準備理事会（FRB）の金融政策のスタンスが及ぼす影響は軽視できないと述べています。「投資家は、FRBによる資産購入の縮小がボラティリティの大幅な上昇をもたらすと懸念していました。しかし、量的緩和の縮小ペースが緩やかで、また利上げが早くとも2015年夏以降となることをほのめかす発言が繰り返されるにつれ、こうした懸念は後退しています。この結果、現在の低ボラティリティ環境が来年まで続くリスクも浮上しています。」

「ギリシャがユーロ離脱の危機に直面してからまだ2年足らずですが、今や人々はギリシャに資金を供給しています。」

通貨市場のボラティリティが復活する時期は、中央銀行の金融政策に大きく影響を受けるという見方については、他の専門家も同意しています。ニュートンの債券運用ヘッド、ポール・ブレイン氏は以下の通り述べています。「長期にわたり、FRB、欧州中央銀行（ECB）、および日銀のゼロ金利政策はボラティリティの低下を意味してきました。為替レートの変動はありますが、その方向性はほぼ横ばいでした。しかし今後12カ月の間に各国の金利動向に乖離が生じる可能性があり、今後12カ月間は、おそらく米国経済がユーロ圏や日本と比較して堅調に推移するでしょう。」

「通貨のボラティリティに影響を与える要因は、他の資産クラスとのボラティリティにも影響を及ぼします。」

インサイト・パレートのコンスタンティン・ポンティコス氏は以下の通り述べています。「通貨のボラティリティは主に、各国間の金融政策や金利の乖離から生じます。今後、イーロドカーブのボラティリティが通貨市場に波及することは想像に難しくありません。そしておそらく、市場が適正価値とみなす水準から乖離の大きい通貨ほど、こうした動きが増幅されることになるでしょう。さらに、金融引き締め環境が予想されるため、経常収支が赤字の国はより高いリスクプレミアムが求められる可能性もあります。」

スタンディッシュ・メロン・アセット・マネジメントの通貨ストラテジ担当シニア・ポートフォリオ・マネージャー、フェデリコ・ガルシア・ザモラ氏は、量的緩和の縮小経路やECBの政策変更がサプライズとなって市場に影響を与える可能性を指摘しています。「こうしたサプライズが一組の通貨ペアの値動きに影響を及ぼし、それがボラティリティの急上昇を通じて多くの他通貨に波及する可能性もあります。そして、通貨のボラティリティに影響を与える要因は、他の資産クラスのボラティリティにも影響を及ぼします。こうした要因として、地政学的リスク、金融政策正常化プロセスにおける政策ミス、そして中国のシャドバンキング（影の銀行）制度から生じる予期できない影響などが挙げられます。」

デリック氏は、現在の状況とグローバル金融危機以前の類似点を指摘しています。「オプション市場や、通貨ペアの利回り追求やリスクテイクにおいて、市場の状況は2007年にとってもよく似ています。オプション価格は若干回復したものの、歴史的に見れば依然として非常に割安な水準で、来年は過去15年間と比較して平穏な年になることを示唆しています。しかしながら、それが実現する可能性は低いと考えています。歴史的に、オプション価格がこれほどの水準まで低下すると、通常6カ月から12カ月後に市場は正常な水準に回帰します。」

## 通貨リスクのヘッジ

近い将来に通貨ボラティリティが復活すれば、投資家、特に債券に大きなポジションを持つ投資家はリスクにさらされます。ザモラ氏によれば、こうした投資家の間では、通貨ボラティリティに対する意識が金融危機以前と比べて向上しており、ヘッジ・ソリューションに対する関心が以前よりも高まっています。「債券投資家はポートフォリオの75%から80%程度のヘッジを検討するべきです。これにより戦略的な債券投資が可能となり、ヘッジしない場合と比較してシャープレシオが向上する可能性があります。短期の投資家の方が最大限ヘッジする傾向が強く、投資期間がより長い投資家はボラティリティを許容することができます。」債券投資家は自らの投資期間と投資目的を慎重に検討して、通貨ボラティリティが上昇する投資環境において最も適切な戦略を選ぶべきであるとザモラ氏は助言しています。ザモラ氏はまた、一部の投資家にとっては、通貨が管理すべきリスクであると同時に収益追求機会にもなると述べています。

ザモラ氏によれば、リスク管理とアルファの追求は、全く異なる目標です。「通貨をアクティブに管理し、相対価値を活かした投資機会として活用するべきです。」ポンティコス氏もまた、アクティブな管理の重要性を指摘しています。「我々は常に、通貨エクスポージャーというのはほとんど報われることのないリスクであり、直接的に管理するべきだという見方をとってきました。」

「この見方は自明ものではありませんが、今は通貨リスクを軽視するのが特に危険な時期であると考えています。投資家は、金融政策の正常化が始まる前に、通貨に対する自らのスタンスが妥当であるかどうか納得しておかなくてはなりません。」

「**通貨市場の方向性に関する見通しを持たないのであれば、通貨にベットするべきではありません。**」

ブレイン氏は、リスク管理のためのヘッジの有効性については同意するものの、通貨の絶対的なエクスポージャーを持つ、あるいはインデックス対比の観点で通貨ポジションをインデックスから乖離させることを通じて、通貨のポジションを取ることにも関心を向けています。ブレイン氏によれば、ニュートンでは通貨のボラティリティ自体を唯一のアルファ獲得源と考えるのではなく、通貨の方向性に対してベットして価値を生み出すことを目指しています。「通貨市場はその時々流行に左右されると我々は考えています。ある時点では金利差に基づくキャリートレードを行い、別の時点では経常収支赤字に基づきトレードを行うこともあります。資金フローや中央銀行による介入に注目することもあるかもしれません。」ブレイン氏は、ここ数年間はこうした市場の方向性が読みづらい状況だったと指摘した上で、以下のように述べています。「通貨市場の方向性に関する見通しを持たないのであれば、通貨にベットするべきではありません。過去数年間は、為替レートに影響を与えるはずのファンダメンタルズ要因が機能しないこともありました。各国の金利差や成長格差が鮮明になるまでは、通貨市場でも明確な方向性は見られないでしょう。」

### さらなる将来

BNY メロン・グループの専門家はみな、長期的な通貨動向の予測は困難であるものの、通貨に潜在的に影響を与える構造的なトレンドにも注意が必要であると強調しています。ブレイン氏によれば、英国では、スコットランドの住民投票が予定されている上、総選挙によって現在の連立内閣が困難にさらされる可能性も否定できず、英ポンドが政局の不安定化の影響を受ける可能性があります。また、より長期の見通しについてブレイン氏はこのように述べています。「今後数年間、経済成長格差と金利差が広がり、それが投資機会を生み出す可能性があります。そうした投資機会の中でも、新興国市場、特にアジアが再び注目されます。2008年以來、主要通貨間では為替レートの変動はほとんど見られませんが、マイナーな通貨の中にはより大きな投資機会がありました。しかし、サプライズというのはいつでも起こり得るものです。」

デリック氏によれば、長期的に最大の問題は中国の通貨政策です。「中国の改革において最大の障害となっているのは中国自身です。同国には、膨大な外貨準備があります。しかし問題は、中国の外貨準備が（ひいき目に見ても）非常に低いリターンしか生み出していないことです。一方で、米国が金融政策を変更する中、中国政府は断続的に高まるインフレと戦わなくてはなりません。中国は通貨政策と金利の自由化を熱望しています。変動相場制へ移行し、資本移動を自由化すれば、通貨を管理するために必要な介入の頻度は低下するでしょう。」

介入の必要性が低下すれば、外貨準備の一部をユーロやカナダドルなど、米ドル以外の通貨で保有する必要性もなくなります。ユーロなど一部の通貨は、中国の外貨準備による購入の影響で、為替レートが本来あるべき水準よりも割高になっています。中国が政策を変更すれば、ユーロや他の米ドル以外の通貨の価値は暴落まではいかなくとも下落し、その結果先進国では資金調達コストの上昇と通貨の下落に見舞われるでしょう。」

ポンティコス氏は、量的緩和の縮小に関連して多くのリスク要因があると述べています。「量的緩和の縮小が滞りなく進む可能性は低いでしょう。脱線するほどの大きな衝撃としないことを願っていますが、どこに障害があるのかは予想できないのです。」

マルビー氏は、通貨市場に混乱が起これば、投資家がポートフォリオで保有する他の資産の多くも同時に混乱に見舞われる可能性が高いと指摘しています。マルビー氏は、こうした混乱を引き起こす可能性のある要因として、地政学的リスク、景気後退局面入り、および人口動態を挙げています。「また、クリミア問題や欧州におけるナショナリズムの再燃のように、予期せぬイベントが突然発生する可能性もあります。」「こうした予期せぬイベントは、通貨市場には何の影響も及ぼさない場合もありますが、こうしたサプライズがより広範に影響を及ぼすケースの方が多くでしょう。投資家は、ポートフォリオのリスク管理に最大限の時間を費やすべきです。」

「**中国が政策を変更すれば、ユーロや他の米ドル以外の通貨の価値は下落するでしょう。**」

デリック氏もまた、さらに先の将来に起こりうる問題について、幅広い展望を持っています。「私が最も懸念しているのは、過去30年にわたりFRBによる金融政策の非対称性が景気循環を招く原因の一つであったことです。FRBはこれまで、崩壊間近のバブルを収縮させることには消極的な一方、バブル崩壊後の処理には積極的でした。FRBが過去にこうした行動をとった結果、FRBは常にバブル崩壊の事後処理をするという期待が形成されました。今回もこのパターンに陥る事態にならないかと願っています。前回のサイクルのピークから7年が経過し、次のピークが近づいているのではないかと懸念しています。」

BNY メロン・グループの専門家は、現在の穏やかな環境が継続することはないという見方にみな同意を示しています。ボラティリティに対する構造的な売り圧力は、インプライド・ボラティリティの緩やかな上昇という形であれ、大惨事という形であれ、いずれ終焉を迎えるでしょう。金融政策の乖離によって、キャリートレードの一部は反転するか、少なくとも縮小すると予想されますが、市場がそうした事態を十分予期しているかは不明です。

金融危機以來、資産市場は非常に好調に推移していますが、こうした状況が反転する可能性があります。そして、市場環境の反転は通貨市場にも波及し、顧客のポートフォリオに予期せぬ影響を起こす可能性も否定できません。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会