

2025年は為替市場にはどんな年だったか

今年も為替市場にはいろいろな動きがあったが、その中で注目すべきポイントを2点挙げたい。

まずはドル離れの形態についてだ。ドル離れには二つの形態がある。一つは投資家がドルのポートフォリオを減らす、あるいは売却してゼロにする。例えば保有する米国債を売却して減額またはゼロにする。世界の中央銀行はドルの外貨準備として米国債や他の公社債を保有しているが、そのポートフォリオは年々減少傾向にある。現在では全体の57%程度と史上最低水準に低下した。

もう一つのドル離れの形態はドルのポートフォリオの為替リスクの部分を消す、あるいは減らすことだ。例えば米国債を保有している投資家が米国債は売却せずに、ドルの先物を売る。これによりドルの為替リスクを減らす、あるいは消すことができる。為替リスクのヘッジ取引とも言う。

トランプ大統領による4月のリバレーションデイ宣言以降のドルの下落はこの取引が主因となった。BISが今年4月に実施した外国為替取引調査によれば、先物為替取引が前回調査よりも大幅に増加した。ロンドン市場で102%、ニューヨークで51%、シンガポールで42%と、世界の市場で先物為替取引が増加した。ヘッジ取引が地域や特定の投資家に偏ったものではなく、広範に行われたものと推測される。

この点はもう一つのドル離れが米国の敵対国や経済制裁を受けた国や受ける懸念のある国などを中心に実行される傾向が強いのとは異なる。後者は政治的であり後者はより経済的とも言える。

ドル指数を見ると現在のところ年初来10%ほど低下しているが、6-7%はヘッジ取引による低下と推計される。

投資家がドル離れをする際にヘッジ取引を選ぶのは米国の資本市場に代わる受け皿が他の市場にないことも一因だ。それだけ米国の資本市場の流動性や安全性などが優位にあるということだ。

今年の注目ポイントの二つ目は、為替レートの決定要因としての金利差の有効性の低下だ。金利差が広がれば資金は低金利通貨から高金利通貨に移動し、高金利通貨の為替レートは低金利通貨に対して上昇する。このことは為替の一般常識として確立しているようだ。

だがはたしてそうか。この考えは80年代から90年代にかけて市場のグローバル化が進展するに従い確立していった。市場のグローバル化を特徴づける重要なポイントの一つが資本取引の自由化の進展だ。だから資本取引規制の自由化がグローバル化進展のメルクマールであった。資本が自由に世界の市場を移動する。その際の移動を誘引するのが金利差だ。

従って資本取引の規制が強い国では金利差は必ずしも資金移動の誘因にならず、為替レートへの影響も大きくならない。例えば中国やロシアなどでは資本取引規制が厳しく、金利差が必ずしも為替変動要因として作用する度合いが低い。

そこで再びトランプ関税と取引材料としての対米投資の強制だ。日本はトランプが課した関税率を下げるため米国へ 5500 億ドルの投資をコミットした。本来なら金利差や収益見込みなどの経済合理性に基づいて投資は決まるべきだが、政治的要因で対米投資が決まった。資本取引規制が政治的に決定されるのと同じだ。

韓国では 3500 億ドルの対米投資のコミットだ。他の多くの国でもこうした対米投資のコミットがなされた。

こうなると金利差で移動する資金は相対的に減少する。金利差が為替レート決定要因として相対的に弱まった要因だ。

以上の二つのポイントは今年初めて起きたことではなく、これまで見られた傾向ではあるが、トランプ関税により際立った。その点では今年で終わりではなく、反グローバル化の潮流が続く今後も局面に応じて注目が集まるだろう。