

角川総一流 マーケットの読み方



円キャリー取引とその巻き戻しが世界的なお金の動きを決めている

5 月上旬にかけて発表された日米の主要景気指標にも、

実体経済の底入れが近いことをうかがわせる兆しが相次ぎました。主だったデータを挙げてみます。

- ・米消費者信頼感指数が2月(25・3)を底にして4月(39・2)まで2ヵ月連続で上昇。
- ・米製造業の景況感を端的に示すISM(米サブライ管理協会)指数(製造業)が昨年12月(32・9)を底にして4月(40・1)まで4ヵ月連続で改善。
- ・米GDPの7割を占める個人消費が1〜3月期のGDP統計で前

期比2・2%増加。

- ・NY株は3月9日の6547ドルを当面の底に、5月8日には8574ドルまで31%上昇。
- ・3月の日本の鉱工業生産指数が前月比でプラス1・6%と、昨年9月以来半年ぶりにプラスに。
- ・日経平均株価は3月10日のバブル崩壊以後の最安値である7054円から5月8日には9432円まで34%上昇。

株価の水準以外で注目しているのは、債券利回りが株価の上昇に促されるように上昇していることです。実際この動きを受けて主要

銀行の固定金利住宅ローンが5月から引き上げられています。しばらくは、米メガバンクのストレストテストで明らかにされた資本不足額(10行で計7兆4000億円)とそれに対する増資ならびに政府資金の追加注入が注目されます。また、日米ともにくつつかの重要な景気関連データが底入れの兆しを示しているとは言え、株価の上昇ピッチが早すぎるとの見方も多くあります。

さて今回はこうした個別の動きもさることながら、世界全体を巡るマネーの構造を提示しておこうと思います。それは一言で言うと「引き続き、円キャリー取引とその巻き戻しというお金の動きがグローバルレベルでのお金の動きを決めている」ということです。

長期間にわたって世界一金利が低い日本から円を調達してそれを外貨に換えて、そこで株式や高利回り債券あるいは不動産ファンド(REIT)あるいは金に投資するという投資行動が広く世界中を覆っていました。これがいわゆる円キャリー取引です。

「マーケット・サフアリー」
「多世帯人のためのエッセンス」

4月中旬以降、日米ともに景気の底入れをうかがわせる兆候が出てきた。

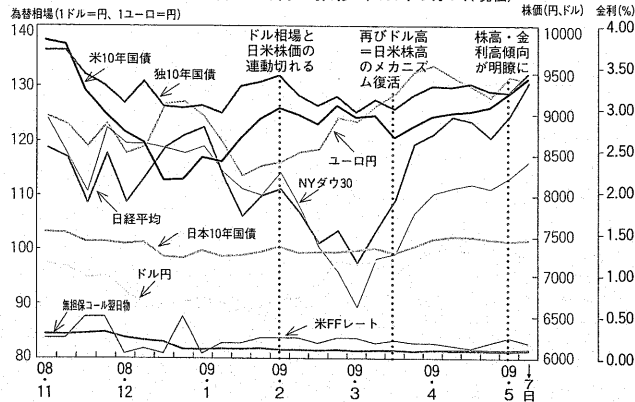
景気底入れの兆しを受け、株価は順調に上昇。

引き続き円キャリー取引とその巻き戻しのメカニズムが働いていることに注目すべし。

そして、サブプライム問題が浮上り、リスクを恐れた資金が一斉に日本円に還流するという動き(円キャリー取引の巻き戻し)が昨年9月半ば以降進んだのです。

さて、現在でもこうした一方的なマネーの動きが続いている何よりの証拠をまずご覧いただきたいです。図表2は、各月末の主要外貨の対円相場と前月比での上げ下げ(%)を示したものです。そして

図表1 内外の高替と株、金利の推移 (2009年5月7日現在)



最右欄では、円にこれらの通貨を含めた5通貨のうち、円が最強である場合(X)、最弱である場合(O)を記しておきました。

一見して分かる通り過半の月でXかOです。つまり、円が絶対的に買われているか、逆に円から一方的に資金が流出しているとい

うケースが多いのです。実はこれが、円キャリー取引、その巻き戻しの端的な証左なのです。理由はお分かりでしょうか？

以下簡単にその仕組み(マネーの流れ方)を説明しておくことにします(図表3参照)。

まず円キャリー取引から。相対的に金利が低かった円が調達されてそのお金がいったん米ドルに換えられます。そのうち例えば30が米ドルにとどまり、これが米国株式や米国債券あるいは米国のREITなどに投資されます。残りの70がさらに収益を求めてユーロ、豪ドルのほかBRICs諸国の株式や債券などに投資されます。この場合「100売り」となった円が最も安く、次に「100買い・70売り」30買いのユーロ、BRICsなどの通貨が最も高くなるのです。

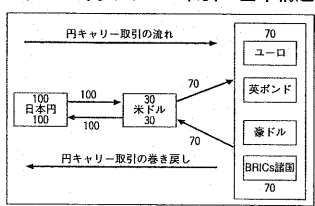
ところが一転、欧米金融機関の経営が予想以上に著しく悪化したリ、個人消費が急減する兆しが出てくれば、以上のような投資的な資金は萎縮して元に戻ろうとしま

図表2 「円キャリートレード」で世界の資金の流れが見えてくる

年月	対前月比での騰落率(%)				円相場の相対的位置
	米ドル	ユーロ	英ポンド	豪ドル	
2008.01	-6.73	-5.25	-7.11	-5.65	X
2008.02	-1.51	0.72	-1.44	4.69	
2008.03	-4.34	-0.49	-3.86	-7.12	X
2008.04	3.90	2.48	2.42	5.66	O
2008.05	1.53	1.19	1.92	4.01	O
2008.06	0.63	2.40	1.54	1.32	O
2008.07	1.58	0.24	0.71	-0.29	
2008.08	1.14	-4.47	-6.25	-7.27	
2008.09	-5.25	-7.29	-6.42	-12.06	X
2008.10	-4.94	-15.38	-13.99	-20.29	X
2008.11	-2.88	-2.10	-8.08	-4.23	X
2008.12	-4.67	3.80	-10.12	-0.28	
2009.01	-0.65	-7.99	-2.07	-4.10	X
2009.02	9.12	7.43	9.53	8.67	O
2009.03	0.43	4.46	0.54	5.89	O
2009.04	-0.45	0.26	3.13	6.23	O
2009.05	1.58	1.96	2.74	4.95	O

*円相場の相対的位置欄のOは4外貨がすべて円に対して上昇、Xは逆に揃って下落したことを示す
*5月は5日現在

図表3 円キャリー取引の基本構造



が回帰することになります。この場合、調達元の円に資金が回帰することになります。

このため、円キャリー取引が行われる時期には円が最弱、その巻き戻しが行われるときには円が最強通貨となるわけです。

さらには、日本に次いでいち早く超低金利を実現した米国でも、米ドルキャリー取引ならびにその巻き戻しという現象が見られます。

以上のような構図の中で世界全体のお金の流れを意識するようになります。為替相場の動きが今までよりもずっとクリアーに見えてくると思います。

一、ストレストテストで資本不足とされた米国メガバンクの資本増強の動きに注目。

二、上昇ピッチが早すぎる日米などの株価に対して調整局面入りも。

三、引き続き米国の個人消費動向に注意が必要。