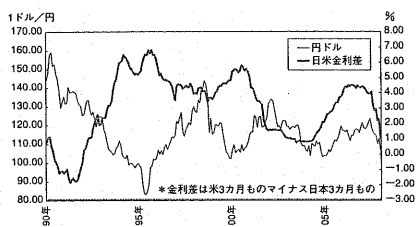
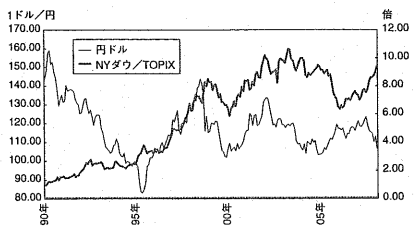


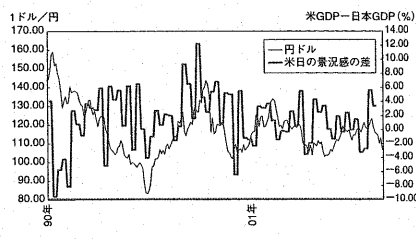
図表1 金利差で為替相場の変動が説明できる期間はそれほど長くなかった



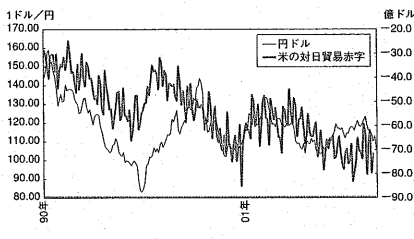
図表2 株価の足取りの差は為替相場の変動を説明するか？



図表3 日米の景況感の違いはドル円相場に反映されているか？



図表4 米国の対日貿易赤字はドル円相場を説明するか？



までは、相当の因果関係が認められる。「米国の金利が相対的に高くなる」と米ドルも上がる」という関係が明らかだ。しかし、それ以前の時期にはその関係はほとんど見られない。すなわち、「金利差が為替相場を決める」時期はそれほど長くなかったのだ。

次に、図表2は株価の足取りの違いが為替相場に与える影響だ。95年から03年までは、トレンドとしては相当の関係が認められる。しかし、それ以前あるいは過去半年はむしろ逆相関の関係にある。このデータを読むためには「株価の動きが為替相場を動かした時期」と、むしろ「為替相場が株価を動かした時期がある」と考えると合理的だ。すなわち、過去半年の動きでみれば「円高に動いたことが日本株を下げたため、相対的に米国の株価が高かった」→「相対的な日本株安と円高が同時進行」と見ることができ。

図表3は「GDPの伸びに象徴される景況感の差」が為替相場に与える影響を見たものだ。これは大きな基調的な動きとしては関係

性が深いことがお分かりだろう。最後に図表4は、「貿易収支の変動」が為替相場に与える影響だ。毎月の貿易収支は相当ぶれるのでやや見にくいものの、大きなトレンドを見る限り「貿易収支の赤字が増加した国の通貨は売られ、黒字増加の国の通貨は買われて強くなる」ことが分かる。

**米ドル下落を予期させる
これだけの理由**

以上のデータをベースにこれから中期的な米ドル相場の行方を讀もうとする限り、米ドルが上がるための支援材料はほとんどないことにあらためて気づかされる。

1月下旬に2回で計1・25%引き下げられたドル金利はさらに下がる一方、遅くとも今年1〜3月期にはリセッション入りしている公算が高い米成長率、日本だけではなく対中国で記録的な貿易赤字を続けていること、そして米国のインフレ率は年率換算で4%台に駆け上ってきたことなど。これらはいずれも米ドルの下落を予期させるのだが？

の間、ある新聞社系の週刊ビジネス誌をバラバラめくっていたら、「為替の読み方の基本」なるチュートリアルな内容の記事が目にとまった。その直前までは、外為市場でいかに米ドル相場の急落懸念が強いか、というセンチメンタルな見出しの記事が並んでいる。

もちろん、今後の投資環境を展望するうえで最大のテーマが米国内経済であり、米ドル相場の行方であることを踏まえた特集企画だったのだ。それはそれで納得。

しかし、私が奇異に感じたのは、前述のチュートリアル記事だ。為替相場に影響を与える様々な材料を並べ上げたうえで「古典的にはこれらの要因が為替相場を動かすとされているが、最近では政治要因ならびにヘッジファンド筋のポジション調整などが大きな意味を持つ」といった叙述が続く。

ところが、そこにはまったくデータが示されないのだから。過去の為替相場についての実証データがまったく記載されないのだ。こ

れは私にとつてはとてつもない奇妙な風景に映る。「論」はあつて「証拠」がないのだ。

振り返ってみれば多くの教科書もそう。為替相場の決定要因について「短期的には二国間の金利差や株式相場の足取りなどによって投機マネーが動き回り、それが為替相場に大きな影響を与える。もう少し中長期的には貿易収支を含む経常収支の状況、景況感の差、さらにはインフレ率の差などが為替相場のトレンドを形成する」といった説明が必ずある。しかし、多くの教科書にはそれを証するデータはほとんど見受けられない。

**為替を動かしてきた
真の要因をデータで見る**

さて、昨年末から1ヵ月強の間のが為替相場も、相当乱気味だ。それまでまずまず順調に上げてきたユーロが明らかに変調をきたしている。これに伴うように、豪ドル、英ポンド、カナダドルなど資源国あるいは高金利でなる国の通貨が一気に下げてきた。これらの通貨がそれまで円キャリー取引に

伴うリスクマネーの投資先として意識されてきたことからすれば、明らかにグローバルレベルでのリスク許容度の低下がなせる業だ。ともあれ今年の投資、運用環境を見るうえで、やはり最大のポイントが為替であろう。そこで今回は、為替相場に影響を与えると思われる代表的な要因が、これまでの程度が為替を動かしてきたかを見ていただくことにしよう。

まず図表1は「金利差」だ。たしかに2002年以降今日に至る

過去のデータはいずれも米ドルの下落を予期しているが…

金利、株価、景況感、貿易収支… 何が為替相場を動かすのか？

MARKET LITERACY

File. 021

近代セールス 2008・3月1日号 70