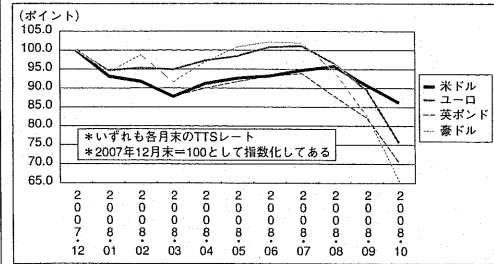
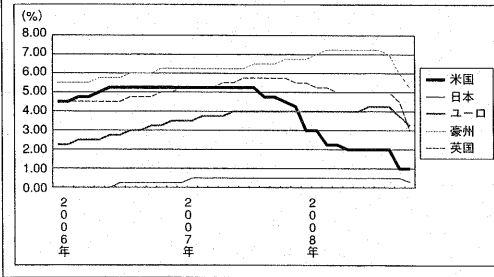


図表1 主要各国通貨の対円相場推移



図表2 主要各国の政策金利の水準ならびに推移



バルレベルでのマネーの動きがどうであるかを思い起こせばいい。超低金利の円で調達されたマネーは、より高い収益を求めていったん米ドルに替えられる（ことが多い）。そしてそのうちの一部分が米国株式、REITなどに投資されるが、残りはさらなる収益を求めて米国よりも成長率が高く、かつ金利が高いユーロ、英ポンド、豪ドルへ流入した。これが円キャリ

そして、サブプライム問題の予想以上の深刻さ加減が明らかになるに当たって、投資マネーのリスク許容度は一挙に低下、前とは逆の流れになって円に回帰してきたのだ。

**高金利国ほど為替が下落  
低金利の通貨ほど為替に強い**

さて、ここで円から米ドルに替えられた資金量を100としよう。そして、このうち30が米国の

株式等に投資され、残り70がユーロ他の市場にシフトしたとする。この場合、逆の流れが生じるときには「ユーロなどの売りが70」「米ドル買いが70」「米ドル売りが70」「円買いが100」となるのだ。この買った需給バランスの上では「日本円」が最も強く、次に「米ドル」、そして「ユーロなど」が最下位群を形作ることは当然であろう。

2つ目には「金利差」が「為替相場」を動かすメカニズムがある。図表2では、図表1で掲げた主要国の政策金利の推移を示しておいた。さてこの2つの図にある種の符合を見出すことはできないだろうか？

そう。図表1における「通貨の強弱のランキング」と図表2の「政策金利のランキング」がまるつきり逆になっているのだ。つまり、「高金利国ほど為替相場が下落」「低金利の通貨ほど為替相場に強い」のである。

これは「相対的に高い金利の通貨が買われる」という基本的なメカニズムをそのままなぞっている。「馬鹿なこと言いなさんな」とおっしゃらないでほしい。「相対的に高い金利」というのは誤解されないように言い換えると「ある通貨の金利が、今後相対的に高くなるか、それとも低くなるか」という今後の予想値としての「相対的」であるからだ。

もう少し分かりやすく言おう。これからさらに世界的な景気後退が明らかになれば、各国は政策金利を急速に引き下げていかざるを得ないだろう。そうすると、豪ドルなどの高金利通貨の引下げ幅は必然的に大きくなる。一方、超低金利の円の引下げ余地はほとんどない。したがって、豪ドルと円との金利差は今後縮小していく可能性が極めて高く、「豪ドルなどの高金利通貨は相対的に！」これから金利が低くなっていくのである。つまり、「高金利通貨ほど為替相場の下落率が高い」ということになるのだ。

あ  
るフリーライター氏から久しぶりに電話があった。彼が言うには「ゆうちょ銀行で取り扱っている投資信託の成績はすべてマイナスなんですわ」「ゆうちょ銀行が取り扱っているファンドは、総じて安定的なものを中心に品揃えされていたはずではなかったのですか？」。ああ、一般的にはそういう感想を持って当然だろうな、と私は思う。

本誌の読者諸氏であれば、おおむねその理由（の一半）はお分かりだろうと思う。そう、世界全体の同時株安によってあらゆる外貨の対円相場が急落したため、通貨別に見ても地域別に見てもほとんどリスク分散効果が働かなかったことが最大の要因だ。かくしてゆうちょ銀行のみならず、一般の市中金融機関、証券会社が扱う投資信託は、ほぼ揃って悲惨な成績に甘んじているのだ。

ちなみに今年6月以降の毎月末の追加型株式投資信託（おおむね2400本くらい）のパフォーマンスを騰落率（収益分配金込み）で見ると、過去1年でプラスにな

っているファンドは全体の1割にも満たない有様だ。

**通貨の三重構造を  
どう理解すればいいか**

ところで、本誌の読者諸氏は、数多いマーケットの中でも、今一番強い関心を持って見ておられるのは為替相場ではないかと思う。なぜなら、多くの銀行、信用金庫などを経由して売られたファンドの基準価額を決定する要因として最右翼にあるのが「為替相場」であると思うからだ。

為替相場を見るうえで今最大のポイントの1つは「日本円が最も強く次は米ドル、そしてユーロや英ポンド、豪ドルなどの高金利通貨国の為替が相対的に最も弱い」ということではないか。投資信託の受益者に対してその説明ができるかどうかによって「どの程度、投資信託の背景を成すマーケットの動きを丁寧に顧客に説明できる能力があるかどうか」が分かる、と私は思う。

少なくとも、以上の「三重構造」の中で円、米ドル、その他通

貨の動きを説明する程度の能力は持っていたいものだ。

図表1に示したのは、今年になつてからの主要各国通貨の対円相場の推移である。昨年12月末100として指数化しておいた。簡単に言えば、円が独歩高で米ドルが2番手につき、ユーロ、英ポンド、豪ドルの3通貨は最下位だ。さて、こうした通貨の三重構造をどう理解すればいいか。

まず1つは「円キャリ取引」と「その巻き戻し」というグロ

角川総一の  
マーケット・リテラシー  
金融市場を読む、解く、話す力を養う  
File.036

あなたは「通貨の三重構造」の理由を説明できるか  
**“高金利通貨ほど為替の下落率が高い”を  
解き明かすキーワードとは？**