

為替はなぜ動く？ 「金利差」から 「インフレ率較差」に 主役交代

ユーロの地位が上がり、米ドル一辺倒の時代は終わった。為替相場を動かす主役が「金利差」である時代も終わりを迎えている。これからの為替相場は何を参考に読み解いていけばいいのか、角川さんに解説してもらった。

角川 総一
金融データシステム代表

人公にして為替の動きを追うのが有効だ。図1では、円に対して米ドルは相当上昇してきたものの、実際にはそれ以外の外貨の方が円に対してさらに上昇ビッチが速かったことを示している。これを俯瞰するだけで、対米ドルだけでは為替相場の動きを認識することの誤りがわかりたいと思う。

もう一つは円相場の相対的な水準を、実効為替レートで見るといふものだ。これは、米ドルほか複数の通貨との関係を、貿易取引ウエイトで加重平均したうえで算出される合成為替レートだ。しかし、これはわが国の貿易環境を測るうえでは有効でありえても、グローバル投資の参考材料としては大して役に立たない。

円安が続いた理由

2005年からの為替相場を読むうえで、最大のキーワードは円キャリートレードだろう。これは、その前年の04年6月から米国が政策金利のFFレートを波動的に引き上げてきたことから日米の金利差が一気に拡大、これをテコに円からまずは米ドルに対して資金が大量に流れ始めた。もちろん欧米のツジファンド、機関投資家を中心だったが、このほか、わが国の個人投資家が主に投資信託を通じて海外の債券、株式、さらにはREIT（不動産投資信託）といった資産にシフトしていったことも見逃せない。

こうして円から外貨に資金が移転する過程では、多くの場合、まず円が売られて米ドルに換えられることが多い。そしてその一部は米ドル建て資産に投じられ、残りはより高金利を求めてユーロ、豪ドル、英ポンド、カナダドルとい

つた一連の外貨にシフトしていった。この過程では、例えば、円が100売られて米ドルが100買われた後、その100のうち例えば40が米国に滞留し、残り60は米ドル売り・ユーロ買い、豪ドル買い、英ポンド買い、カナダドル買いという形でシフトするに至った（図2）。

こうした資金シフトのプロセスを経る以上、円が最も安くなり、米ドルが多少高く、さらにはユーロ、豪ドル、英ポンドなどの通貨はさらに高くなっていった。つまり米ドルは豪ドルなどの通貨に対してはむしろ下がっていった。

なお、以上のような流れのほかには円が直接ユーロ、豪ドルなどに転換されることもある。これを一般にはクロス円と呼んでいる。

為替相場の変動要因

これからの投資戦略を考えるうえで重要な点を示唆しておく。

現在、外債ファンドやFXなどの為替に絡んだ投資を実行されている個人投資家のうち、相当数が、過去数年の間にこの世界にデビューしている。こうした投資家の多くが、「金利差が為替を決める」と考えて、諸外国との金利差や金利差の先行きばかりに注目しているようだ。実際に、近年の相場を見れば、金利差が為替相場を動かす主役になっていた。しかし、これからの投資戦略を考えるうえで、こうした金利差ばかりに注目する見方はいささか危険だ。

これは図3、4を眺めればわかる。まず、図3は日米の金利差が円ドル相場の決め手になっていたのは、わずか過去数年にすぎないことを示している。04年以前は、金利差はほとんど為替

投資環境を読むに際して、為替相場がかつてなく重要な位置を占めている。従来、為替相場は「円」対「米ドル」のみで判断されがちだったが、最近では個人投資家の間でも外国為替証拠金取引（FX）や新興国市場への投資熱が高まり、諸外国通貨への関心が高まってきた。

為替相場を複数の外貨との関係において見るための方法は、大別すると2つある。

投資の世界では、円から見ても、投資対象となる主要外貨がこれまでどのように動いてきたのか、その要因は何か、とあくまで「外貨」を主

月TB（短期債レート、4・35%程度）の方が明らかに低いことから想像できる。またユーロ、英国の利上げもほぼ最終段階に達した。従来、欧州、ユーロ政策金利の引き上げ期待が材料になって「円キャリートレード」が続いてきたことを踏まえれば、現在は「金利差拡大による外貨買い・外貨高」の事情が一変してきたことに留意が必要だ。これから先、金利差が3・5%を切ってくれば、円キャリート取引そのものが終息する可能性が高い。

米3〜6カ月金利や個人消費指標に注目

今後の金利を占ううえで、短期金利では政策金利よりもむしろ3〜6カ月金利をチェックしておくといふ。なぜなら3〜6カ月金利は、まさにこれから3〜6カ月先の金利の予想値を

そのうちに含んでいるからだ。また短期的には、「個人消費」関連データに注目すべきだろう。なぜならわが国ではGDPに占める個人消費の寄与率は55%程度なのに対して、米国のそれは約70%にも上るからだ。また、日本では考えられないくらい重視されるのが雇用関連指標。特に、毎月第一金曜日に発表される新規雇用者数（農業関連を除く）は、とても重要な。

さらには、図4で示したとおり、中期的な観点から為替相場をチェックするに際しては、各国のインフレ率動向を注視する必要性が増してきた。中長期的な資産運用を行う多くのファンダメンタルは、通貨別のアセットアロケーションを変更するに際して、多くの個人投資家が考えているよりはるかにこの各通貨のインフレ率の動向に注意を払っている。



図1 過去数年米ドルは円を除く主要通貨の中で最弱通貨に

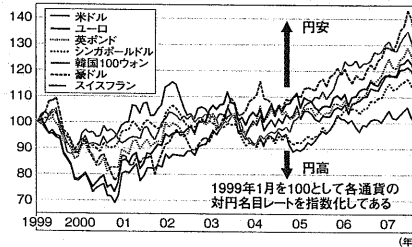


図2 円キャリートレードの流れ

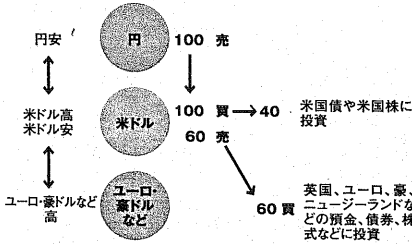


図3 金利差が為替レートを決めていたのはこの数年にすぎない

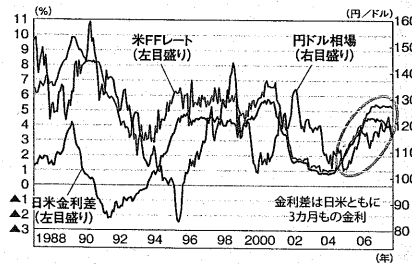


図4 中期的には日米インフレ率較差の方が円ドル相場を合理的に説明できる

