

投資のツボ

投資環境を読む①

ユーロ圏からの人民元切り上げ圧力が 円高を促す

為替相場の読み方が難しくなってきた。昨年1年間にわが国の投資信託が擁する外貨建て資産は33%増加、2007年末には36兆8846億円に達した。それとともに、投資信託全体に占める外貨建て資産のシェアも、40.2%（06年末）から46.2%（07年末）に一気に6%も上昇している。

むしろ、この残高増加ならびにシェア上昇は、新規資金の投入によるものではなく、既存の資産の時価評価増加にもよる。ともあれ、投資商品のうちでは、個人にとって最もなじみの深い投資信託を通して、外貨建て資産への選好が進んでいることは間違いない。

この調子でいけば、国内投信の半分以上が外貨で保有されるのも近いと思われるのだが、ここへきてがぜん読みにくくなってきたのが為替相場の先行きだ。実際、昨年末から今

年1月下旬にかけ、米ドルだけではなく、ユーロ、豪ドル、英ポンドなど名だたる外貨がこぞつて円に対して急落している。07年12月末から08年1月25日までの下落率は以上の4通貨平均で約5.9%に達する。

もちろん、この直接的なきっかけは昨年末（今年始め）にかけて、米国の実体経済がサブプライムローン問題で予想以上に悪調をきたしていることが明らかになったことだ。12月の新規雇用者数は1.8万人と4年半ぶりの低水準。失業率も5.0%へと0.3%上昇し、住宅着工は前年比で38%も落ち込んだ。

実は切り下がっている 中国人民元

今後の為替相場を読むうえでぜひ踏まえておいていただきたいことがある。それは、オリンピック年を迎えた中国の人民元相場の動向だ。8

月8日午後8時に開幕する北京オリンピックだが、これを契機に人民元相場が一気に加速する可能性がある。

キーワードは「人民元は米国以外の多くの通貨に対して、実はじりじり切り下がっている」である。こういうと「そんな馬鹿な」とおっしゃる方が多いと思う。多くの報道では「05年7月に人民元が2%程度切り上げられて以来、元相場はすでに十数%程度切り上がってきている」と報じられている。しかし、これはあくまで「米ドルに対して」という前提での動きにすぎない。では、主要通貨から見ると、人民元はどのように動いてきたか。これを示したものが図1だ。

このグラフは、人民元を基準とした主要各通貨の動きを示している。「人民元が切り上がっている」と見えるのは、米ドルと日本円だけというところが、一目瞭然だ。それ以外の多くの通貨に対しては、元はむしろ切り下がってきているのである。なかでも経済規模から見ると特に注

図1 元に対して切り上げが進むユーロ、カナダドル
(ポイント、05年6月を100とする)

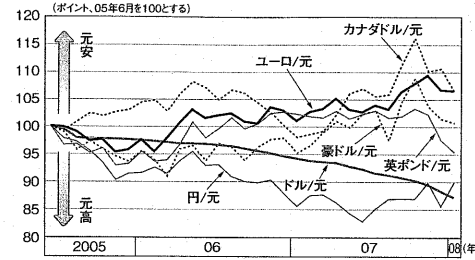
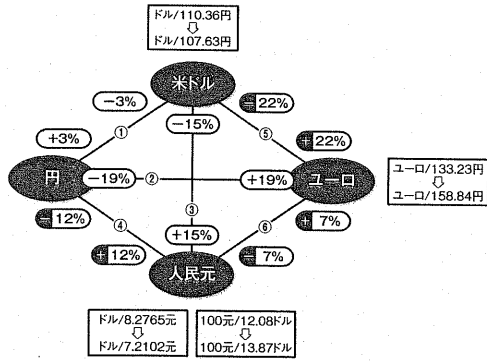


図2 各国通貨の相関関係



目しておくべきは、ユーロの存在だ。対米ドル、日本円に対しては、ほとんど15%程度切り上がってきた。それとともに、人民元に対しては6.7%程度切り上がっている。これが、ユーロ企業の域外各国に対する輸出競争力の急激な低下を招いていることは言うまでもない。そして、ユーロの成長力に対しても相当抑制的に働き始めている。

このため、本来的には米国よりも、ユーロやカナダ、オーストラリアの方が、人民元の切り上げに対する要求度ははるかに高い。実際、年初からの人民元の対米ドルの上昇ピッチは速い。上海市場での銀行間取引相場を見ると、昨年末には1ドル＝7.3041元から7.1945元（29日）へと、すでに1.5%切り上がっている。

ここで、再び図をご覧ください。人民元は、バスケット方式の管理フロート制がとられているとされているが、実際には米ドルに対して相当きれいな曲線を描いていることが分かる。つまり、中

期的に対米ドルでの切り上げが計画的に進められていることを推測させる。さらに言えば、対米ドルでの切り上げピッチが徐々に急になってきていることも読み取れるだろう。もちろんこれは、度重なる金融引き締めにもかかわらず中国のインフレ抑制制効果が表れていないことへの対処という面もある。

ともあれ、人民元の米ドルに対する切り上げピッチが速くなるということは、ほかならず、ユーロ、カナダドル、英ポンド、豪州ドル通貨などに対して人民元相場が切り下がってきたことの修正が行われていることを物語る。

さて、以上のようにユーロ、カナダ、英国、オーストラリアといった日米以外の先進諸国から見て、人民元安・自国通貨高に伴う対中国への輸出競争力の減退を阻止したいという意向が強く働き続けることは間違いない。とすれば、こうした各国からの切り上げ要求は人民元に対してだけではない。円にもより強く働くことを見た方がよさそう。図で見ても分かるとおり、少なくとも昨年末の時点では、ユーロなどに対して最も下落した通貨は円だったのだから。以上のように見れば、円はしばらく、対米ドルだけではなく、ユーロなどの通貨に対しても徐々にその水

準を切り上げていく可能性が高いと思う。

複数の通貨間の関係を読む

われわれはいまだに、すべての通貨の動きを「米ドル」を軸にしてその上げ下げを判断しがた。しかし、今回述べたとおり、もはや米ドルをメジャーにして複数の通貨の上げ下げを見るだけでは、世界の為替情勢が読めない。

そこで、複数の通貨の間の関係については図2のようなイメージで理解されることをお勧めしたい。読み方は以下のとおりである（いずれも05年6月から08年1月25日までの動きを示す）。

- ①米ドルは円に対して3%下落
- ②ユーロは円に対して19%上昇
- ③人民元は米ドルに対して15%上昇
- ④以上①、③から円は人民元に対して12%下落
- ⑤以上①、②からユーロは米ドルに対して22%上昇
- ⑥以上③、⑤からユーロは人民元に対して7%上昇

(角川 総一)