



投資のツボ

投資環境を読む

今後1年は円高基調が続く

9月中旬に勃発したリーマン・ブラザーズの破綻劇。米政府による実質的なAIG救済、そして日本勢によるモルガン・スタンレーへの出資(三菱UFJ・FG)、リーマン・ブラザーズ買収(野村HD)と続く中で、米ドル、ユーロ相場は下落、円が相対的に上昇するという動きが続いた。さらには、10月3日に至り、修正金融安定化法案が下院で可決されたにもかかわらず米国株式は暴落、米ドルは対円で一時100円割れ、さらにユーロの対円相場に至っては140円割れまで急落した。

前回の本欄では、ユーロが今後とも下落基調をたどる公算が大きいことについて、いくつかの材料を示しながら説明したが、今回は円相場の見直しをする場合のポイントについて考えてみよう。

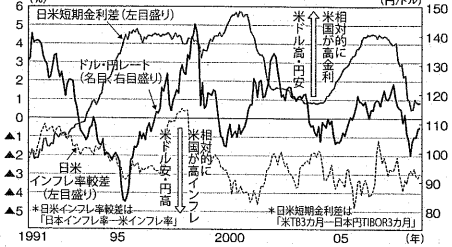
巡らせてみよう。おそらく、「双方の国」通貨の金利差「景況感の違い」「株価の足取りの差」「貿易収支動向」「インフレ率の差」などが思い浮かぶことだろう。さて、ではこれらのうちどれがもっとも影響力が強いのか。

多分ごく最近、この数年間に為替についての興味と積極的な関心を抱かれた方は「金利差」とお答えになるだろうし、教科書で学習された方は「景況感の差」「貿易収支動向」と反応されるのではないかと。ただ少なくとも確信を持って言えるが、「双方の通貨のインフレ率の差が最も大きな影響力を持つ」と直感的にお答えになる方はとても少ないと思うのだ。

運動率が高いインフレ率と為替

図1をご覧ください。過去18

図1 金利差よりもインフレ較差の方が明らかに為替相場を合理的に説明できる



はずということを意味している。言い換えると、インフレ率を考慮したより現実的な対外競争力(実質実効為替レート)は名目為替レートほどには大きな変動を示さないとことだ。

円の実質実効為替レートは修正されていく

さて、図2で名目上の米ドル・円相場とともに、円の実質実効為替レートを描いておいた。1988年から02年半ばに至るまでは、ほとんど同じ推移を示しているのに対して、02年以降は実質実効為替レートがほとんど下方に乖離してきている。実質実効為替レートは数値が小さくなるにしたがって相場の下落を示す。つまり実質実効為替レートで見ると、02年以降も円はほぼ一方的に下落(円安)の一途をたどっているのである。

その理由は簡単だ。この間にわが国のインフレ率はゼロないしマイナスを続けた一方、米国の諸外国は3%程度のインフレが続いたのだ。名目為替レートが変わらなくても、その間に米ドルなどのインフレ率が一方的に高いという状態が続けば、円の対外競争力が強くなる(実質的な円安)ことは先に述べたとおりだ。

年をわたるドル・円相場の動向と日米の金利差、そして日米のインフレ率の差を重ねて描いたものだ。この図でお分かりのとおり、日米の金利差でドル・円相場を合理的に説明できる期間はさほど多くない。せいぜい2002年後半から今日に至るまでの6年程度だ。もちろん、米国の金利が相対的に高くなっている時期に米ドルが買われて高くなっている。

しかしそれ以前に遡ってみると、この金利差ではドル・円相場の動きは説明困難だ。それどころか、それ以前の十数年間のドル・円相場は本来金利差がもたらすはずの為替相場(高金利通貨が買われて強くなる)とはまったく逆の動きを示している。

これに対して、日米のインフレ率の差とドル・円相場の関係はどうか。ここでは「日本のインフレ率-米国のインフレ率」を「インフレ較差」として描いておいたので、下方に行けば行くほど米国のインフレ率が相対的に高いことを示す。そしてその時期には、米ドルは安くなっ

このことは「インフレ率が高い通貨は1通貨当たりの価値が下落し、購買力が減価する。通貨価値が下落している通貨は為替市場でも売られて安くなる」という「購買力平価説」をとっても思案になぞっていると思う。少なくとも金利差よりもはるかにドル・円相場をうまく説明することができ。

以上のは、たとえば米国で一方的にインフレが高進したときには円高が進むのだから、日本の輸出企業にとつての輸出採算はプラス・マイナスが相殺されるということの意味する。つまり、米国で一方的にインフレが高進するということは「米ドル基準ではより高い価格で輸出できる」ということから見れば、輸出採算の好転を意味する。一方、同時に円高が進むわけだからこの面では輸出採算は悪化する。

さて、この図に見るとおり00年初旬を基点として見れば、08年3月時点までに実質実効為替レートは40%程度円安に振れている。一方、名目為替レートはわずかではあるが逆に円高に振れている。

これだけ長期にわたって実質実効為替レートが名目為替レートから乖離、かつ過去の平均的な水準から乖離して推移してきた以上、これから中期的にはこの実質実効為替レートは円高方向に振れる(修正される)と見るのが原則だろう。

そのためには「円のインフレ率が米ドルなど海外諸国のそれよりも高くなること」か、もしくは「名目為替レートが円高に振れること」のどちらか、あるいはその両方が必要だ。しかし常識的に見て判断できるとおり、日本のインフレ率が米国などのインフレ率をしるぐ可能性はほとんどゼロに近い。

とするなら、名目為替レート基準で円高が進行することによって、現在まであまりにも円安に進み過ぎた実質実効為替レートは修正されざるをえないと考えた方がいい。



その9