

# 投資のツボ データの読み方(2)

## 円相場の潮目は変わりつつあるか？

昨年半は以降、円が海外諸通貨に對して一方的に上昇するという円キヤリー取引の巻き戻しが、グローバルなマネーフローの動きの主流を成してきた(図1)。これに伴って、2003年以降外貨建て資産への資金シフトを急いだ日本の個人投資家の投資パフォーマンスは極度に悪化。本欄でもたびたび触れたとおり、きわめて多種多様な収益源によって立つ投資信託のほとんどは悲劇的とも言わなければならない投資信託(1年以上の運用

実績のあるファンド)のうち過去1年の騰落率がプラスだったファンドは、せいぜい120本(全体の5%)という惨憺たる結果だ。

ところが2月に入り、為替相場を中心にマーケットの動きに大きな地震変動が起きている。まずは、それまでの円高一辺倒からむしろ円がじりじり後退しつつあること。これは米ドルに対する動きだけではなく、ユーロ、英ポンドなど主要外貨に對しても同じだ。

直近時点で円が最も高かったのは1月26日。この日は1米ドル88円89

銭、1ユーロ114円64銭、1英ポンド121円17銭。これが1カ月後の2月25日にはそれぞれ96円72銭、124円32銭、140円65銭である。

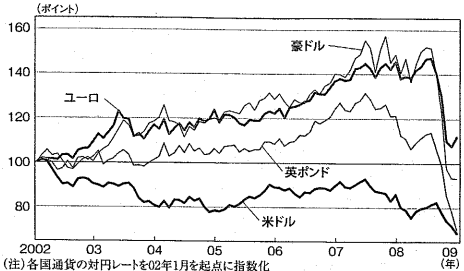
原因として指摘されていることは、世界的な金融逼迫・流動性不足の中で特に欧州、アジア諸国でドル不足が目立っていることから、必然的に米ドルへの需要が高まってきているというきわめて皮肉な事情だ。あるいは日本にとっては期末の3月決算に備えたりパトリエーション(資金の本国回帰)がすでに一巡しつつある中で、米国の機関投資家が1〜3月期決算を前にリパトリエーションの動きを示していること、また日本企業による海外企業のM&Aがらみで円売り・米ドルなど外貨買

いが増えていることも一因だ。

さらには、わが国の10〜12月実質GDPの伸びが実に年率換算で▲12.7%と米国(▲6.2%)、ユーロ(▲5.8%)に比べても大幅に悪化。また2月半ば以降は政局不安がさらに激化してきたことが大きい。おそらく各種の先行指標が示すところでは、1〜3月期も前期に続いて2ケタ台のマイナス成長を示す可能性がとて高い。さらには、米国ならびに主要な欧州各国以上に輸出依存度が高いわが国の貿易・サービス収支の赤字幅が加速的に拡大してきたことなども円売りの背景にある。

しかしこれらはいずれも後講釈の域を出ない。1月下旬から始まった

図1 2008年半は以降急速に下げ足を速めた外貨の対円レート



(注) 各国通貨の対円レートを02年1月を起点に指数化

今回の円高から円安への転換について、チャートは何らかの有意な示唆を与えてくれたのだろうか？

### 実質実効為替レートで見れば反転のタイミング？

図2は、実質実効為替レートの過去3年、5年の移動平均値(後方一致)と当該時点での実質実効為替レートの乖離の推移を、ドル・円名目レートと対比させて示したものだ。言うまでもなく実質実効為替レートとは、「複数の貿易相手国との貿易金額に応じて各国通貨対円の為替相場を加重平均して作成される指数でインフレ率を織り込んだ」合成為替レートだ。

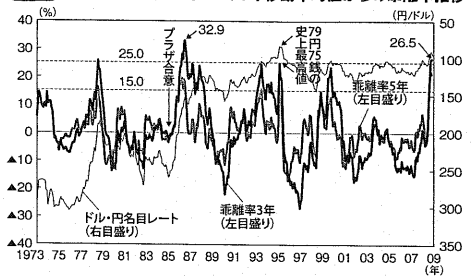
名目為替レートが変わらなくても、たとえば自国のインフレ率が貿易相手国のそれより低い状態が続く中では、相手国の通貨ベースでの値上げが容易になる。このことは自国の生産品の相手国市場での競争力が高くなることを意味する。価格競争力が高くなるため、結果的には相手国への輸出が伸びる。このような場合には「円安」が進行した場合と同じ効果を持つ。

この実質実効為替レートは名目為替レートとは多少異なり、中長期的な観点からは一方方向のみ動くのではなく、相当の循環運動を示すことと知られる。なぜなら、名目為替レートよりも明らかに実質実効為替レートの方が双方の国の貿易・サービス収支に与える影響は直接的であるからだ。つまり、この実質実効為替レートがあまりに一方方向に行きすぎると、輸出と輸入のバランスが看過できないほどに崩れ、实体经济にとつてもないマイナスイメージを与えるからだと考えられる。すなわち、あまりに一方的に行きすぎた貿易環境の変化は何かの形で、たとえば為替市場への介入とか金利操作などによる為替レートの誘導など調整されると考えられるからだ。図2もそのことを間接的に示す。

さて、このチャートを見る限り、過去5年の移動平均との乖離で15〜20%程度、3年乖離で25%程度の域を超えると、この時点がピークになって反転するという習性がある。もちろんプラス15%とか25%の時点は、「過去3〜5年平均の実質実効為替レートと比較して現時点(その時点)の為替レートが高い」ことを示している。この場合はほぼ例外なくと言っていいくらい、その地点がピークになっているのだ。



図2 円の實質実効レートの3、5年移動平均値からの乖離率推移



(注) 各国通貨の対円レートを02年1月を起点に指数化