



図1 日米の短期金利差とドル・円相場

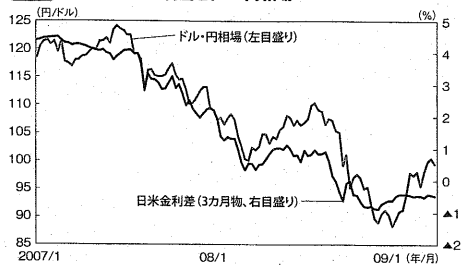


図2 日米の長期金利差とドル・円相場

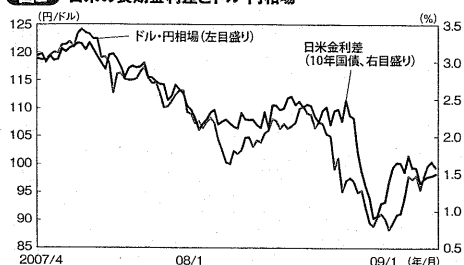


図3 ドル・円相場と日米マネタリーベース伸び率の差(1)

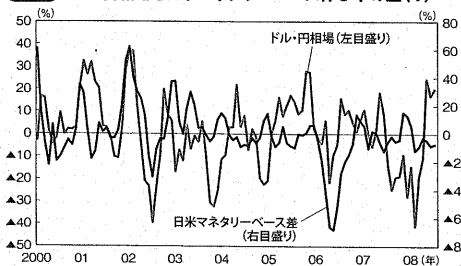


図4 ドル・円相場と日米マネタリーベース伸び率の差(2)

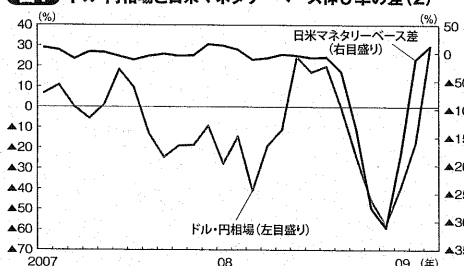


図3は、00年以降昨年8月までの日米のマネタリーベースの伸び率の差と、ドル・円相場の推移を対比させて描いた。どちらも3カ月前比の伸び率を基準に、日米のマネタリーベースの差(日本のマネタリーベースの伸び率 - 「米国の伸び率」)を算出した(いずれも年率換算。03/05年ならびに07年半ばごろを除けばマネタリーベースの差とドル・円相場の間に関係があると読める。相対的に米国のマネタリーベースの伸び率が高い時にはチャートが下方に伸びるが、米金融市場に供給され

最近、一部で注目されているのがソロスチャートだ。米著名投資家のジョージ・ソロス氏が考案したとされるチャートで、2国間通貨のマネタリーベース(中央銀行が市中に供給する通貨量)の差が通貨の強弱をもたらすというもの。原理は、大量に供給される通貨価値は希薄化して下がるということに尽きる。マネタリーベースは一般的に、現金通貨の発行高と民間金融機関による中銀への当座預金の合計を指す。つまり、信用創造の元になる通貨の量であり、民間全体が保有するマネーサプライの増減に大きな影響力を持つ。

図3は、00年以降昨年8月までの日米のマネタリーベースの伸び率の差と、ドル・円相場の推移を対比させて描いた。どちらも3カ月前比の伸び率を基準に、日米のマネタリーベースの差(日本のマネタリーベースの伸び率 - 「米国の伸び率」)を算出した(いずれも年率換算。03/05年ならびに07年半ばごろを除けばマネタリーベースの差とドル・円相場の間に関係があると読める。相対的に米国のマネタリーベースの伸び率が高い時にはチャートが下方に伸びるが、米金融市場に供給され

た通貨量が多いわけだから、その通貨価値は希薄化して下落する。マネタリーベースを絞り込めばドルは上昇する。しかし、注意深くみると前述の通り03年から05年くらいまではこれらの間にはあまり連動性がない。おそらくこの時期は、日米の金利差の急激な変動がドル・円相場に対して強い影響を及ぼしたからだと考えられる。

サブプライム問題が急浮上、リーマン・ブラザーズの破綻劇が始まった08年9月以降の動きがよく分かるように描いたのが図4だ。

マネタリーベースの増減の差とドル・円相場との間にはとても強い相関が示されている。すなわち米国の金融市場に対する通貨供給を急増させたことがドルの下落を招き、その後、今年3月にかけてマネタリーベースの拡大がプレートをかけたことが、ドル相場の上昇を招いている。これは、日米金利差がほとんどフラットまで縮小、金利差を手掛かりにした為替売買の後退、日米の貿易収支の変動も材料として織り込まれ始めるなか、マネタリーベースの差が為替相場に対する影響力を強めていることを示している。しばらくは各国のマネタリーベースの伸び率(の差)に注意する必要がある。

投資のツボ

データの読み方

マネタリーベースの差が為替を動かした

為替相場を動かす要因が微妙にスイッチし始めているのかもしれない。2003年以降、為替相場の変動を説明する上で最も頻りに取り上げられたのが金利差だったと思う。今日でもドル・円相場と日米の金利差の間には、ある程度関係がある。短期金利、長期金利でみても、基調的には連動関係は切れていない。しかし、注意深くみると、今年1月以降はその関係が少し異なってきたことが分かる(図1、2)。

短期金利でみれば、今年に入りその差はほとんど動いていないが、ドルは88円から100円にまで上昇した。10年国債金利でみても、ドル・円相場とのレベルが異なってきた。その理由は、日米の金利差が急激に縮小、短期の政策金利でみればほとんど差がなくなってきたことにある。金利差が為替相場を動かすプロセスは、外国為替証拠金取引(FX)において、スワップポイントを得るために高金利通貨を買うという狙いが相当強く働いていたことを振り返ると、よく分かる。

それでは、金利差に代わりうる要因は何だろうか。

貿易収支のリバランス

中長期的にみれば、インフレ率の高い国の通貨の購買力低下、GDPの伸び率の差をみるのが有効だが、少なくとも3〜6カ月あるいは1年程度のインターバルで為替相場をみる際は、あまり参考にはならない。強いていえば、昨今のドル高・円安の要因は、日本の貿易収支の赤字転落と米国の貿易赤字縮小という貿易収支バランスのリバランスにある。ちなみに、今年2月の米国の対日貿易赤字(日本の対米貿易黒字)は22億ドルと前年同月より68%も減少している。

今年に入ってから米国の住宅価格の下落率の拡大、住宅の差し押さ

えの増加率の高まりで、米国の個人消費は減退している。米家計の貯蓄率が5%台に乗るなど、家計の防衛姿勢は顕著だ。このため、個人消費の低迷は続き、米国と日本の貿易収支のリバランスはさらに続くはずだ。

欧州、アジア地域でクレジットクランチが顕著であり、決済用のドルが不足していることが米ドルへの需要を一時的に高めているという事情もある。この点は、米ドルをまだしばらく底支えするだろう。しかし、国債買いオペなど米連邦準備制度理事会(FRB)による強力な資金供給策により、この点は改善されつつある。このあたりは、為替変動要因として何をみていけばよいのだろうか。

