

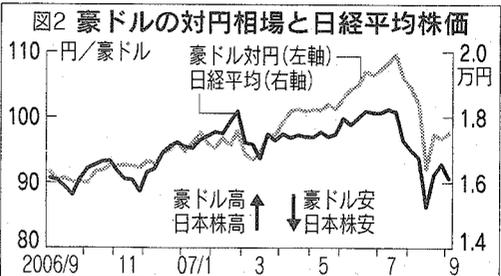
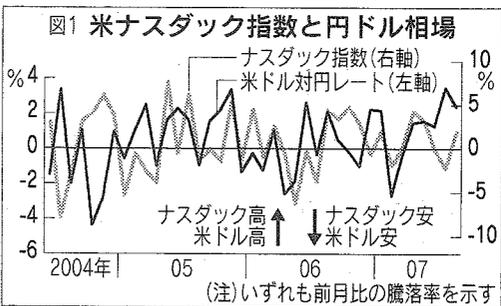
目からウロコ 投資塾

角川 総一氏

前回述べた「円キャリ取り」ならば「その後はとてもよく似た動きを示しています。」

金の流れの主流を成していることは、ポトフォリオ運用のあり方について重要な示唆を与えているように思います。

図1は米ナスダック指数と円ドル相場を対比させて描いたものです。いずれも月間ベースの変化率で示してあります。二〇〇五年半ばまではそれほど顕著な因果関係があるように見えます。二〇〇五年半ば以降は、米ドル対円レート（左軸）が急激に暴落し、ナスダック指数（右軸）も暴落したことがわかります。



グローバル市場

② 円キャリ取り

内外金利差の影響大きく

に拡大してきたことで、すなわち米国が二〇〇四年六月から、やや遅れてユーロ(ECB)が〇五年十二月から、さらに〇六年八月からは英国が政策金利を引き上げ始めたのです。こうして為替相場を決定する要因として一躍舞台に登場したのが「内外金利差」でした。米ドルの対円相場とナスダック指数との関連が深まっています。

これも「円キャリ取り」ならば「その巻き戻し」という資金の流れの関わりがある以上、それなりの理由があるに違いありません。

「八月」にまで上昇していき、この時点でわが国の政策金利(無担保コール翌日物)は実質ゼロでした。過去の例を見ても一般に、日米の短期金利差が三・五%以上になると、その金利差が為替相場に対して与える影響力が急に強くなるものと知られています。一方、図2は、もう少し短い期間で豪ドルの対円相場と日経平均株価の関連を見たものです。ここでは「豪ドルの対円相場」と「日経平均株価」の間に相当の相関が認められます。一見関係がなさそうに思えるこの二つのデータの間にこれだけの関係がある以上、それなりの理由があるに違いありません。

これも「円キャリ取り」ならば「その巻き戻し」という資金の流れの関わりがある以上、それなりの理由があるに違いありません。

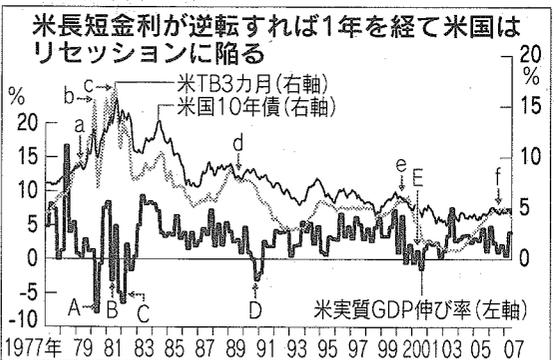
目からウロコの 投資塾

角川 繪一氏

今回は、米国の長短金利の逆転と米国のリセッション（景気後退）の関係を取り上げます。これは、米国市場で長短金利が逆転すればそれからほとんどなく米国経済はリセッションに陥る」といわれています。

今回は、米国の長短金利の逆転と米国のリセッション（景気後退）の関係を取り上げます。これは、米国市場で長短金利が逆転すればそれからほとんどなく米国経済はリセッションに陥る」といわれています。

図にそれを示しておきました。この図が示すところは、「T B三カ月物レートが十年国



トが五カ所はあります。これはだけの期間において、「長短金利逆転」と「米経済のリセッション」の一定のタイムラグをおいた関係にはずれがなかったとするなら、このデータは何らかの合理的な解釈を求めていると考えるほうがいいでしょう。

とくに米国においては「長短金利の逆転」は金融引き締め期の末期に見られる現象なのですが、この時点で企業、家計の

では翻って昨今の状況を振り返って見ましよう。今回の長短金利逆転は二〇〇六年八月以来すでに一年を経過しています。ということは、米国はリセッション入りの可能性があります。

もっとも今回の長短金利逆転をもたらしている一方の理由である「長期金利の低水準維持」には、従来見られなかったいくつかの背景があることは事実です。その一つは超

グローバル市場

③米長短金利と米経済

「景気後退」入りの可能性も

対応するだろう。ローン金利の負担が相当重くなってきたことで、米経済のリセッションの時期を大文字（A、B……）として示しておきました。ここで示した三十年余りのうちに、明らかに以上の関係を示唆、あるいは明示しているポイント。

ローン金利の負担が相当重くなってきたことで、米経済のリセッションの時期を大文字（A、B……）として示しておきました。ここで示した三十年余りのうちに、明らかに以上の関係を示唆、あるいは明示しているポイント。

相場上昇を抑制するために「ドル買

い・人民元売り」を大量に行い続けてきたために膨大な外貨準備を抱え込むにいたった中国が大量の米国国債を購入してきたこと。三つめには資源価格の高騰でかつてない余剰資金を抱え込んだ資源国が米ドル建て国債の大量取得に向かったことです。

すでに足元（七月九日）では、米国はリセッション入りしているのかもしれない。

目かざりウロコの「投資塾」

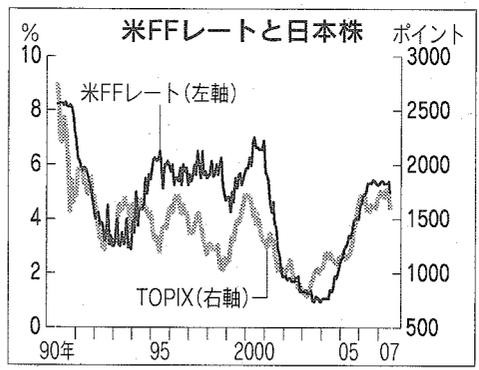
プロに聞く

角川 総一氏

従来から債券の世界でと日本のTOPIXを対比させて描いた図です。が国の株価との間の逆相関は常識とされてきま

「米国の債券相場とわが国の株価との間の逆相関は常識とされてきま

このように推移してきたでしょうか。これを示したのが図です。



グローバル市場

④米FFレートと日本株

少し遅れて同じ方向に

これは米国の政策金利の程度を置いてFFレートも上がる傾向が認められるので

さてこれはどう解釈すればいいのでしょうか。おそらく原理原則からいえば「米国が持続的に政策金利を引き上げていけばピークを迎える前に、その金利

の高さのマイナス影響が顕在化して日米株価に対してはマイナスに働く」株価が下がり始めたことから政策的に金利引き上げはストップさせなければならぬという要請が金融政策当局に働く。やあって利下げが始まる」といったメカニズムが働いているのだともみることが出来ます。

米国の金利政策はわが国以上に機動的でかつその幅は大きいのが特徴と目標準の0.5%引き下げを決定、即日実施し

さてこれはどう解釈すればいいのでしょうか。おそらく原理原則からいえば「米国が持続的に政策金利を引き上げていけばピークを迎える前に、その金利

目からウロコの「投資塾」

プロに聞く

角川 絵一氏

米大統領の任期を一つてみることにしましょう。インターバルとみなした場合、マーケットならば実体経済の動きにある種の偏りがあるとはしばしば指摘されることです。この種の癖をこれらのマーケット、実体経済を見る上での参考にするには、きかないでしょうか。具体的なデータをいくつか眺め

てみることにしましょう。まずドル円の為替相場を指示したものが図です。多くの場合、為替相場は「決まる」ものであると認識されているはずですが、しかし為替相場でも

グローバル市場

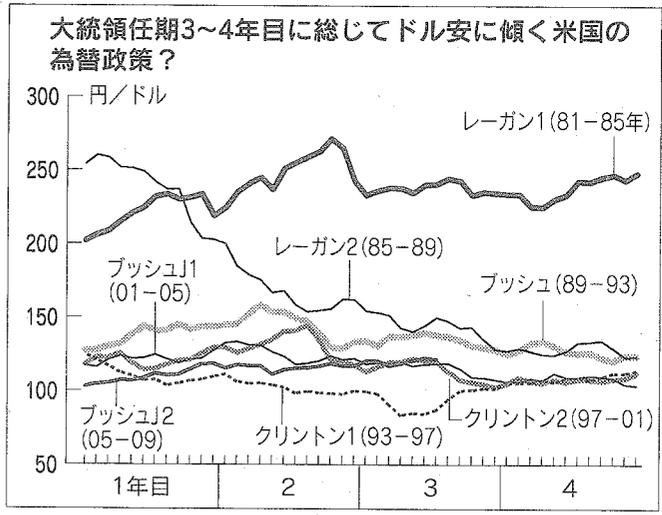
⑤米大統領任期とマーケット⑥

選挙に向けドル安政策も

「多少なりとも為政者、当局の意向が反映される『決まる』』と考えたほうがいいと思います。端的に言えば、為替介入やアナウンスメント効果を狙った要人発言などがそれです。では為替相場とある程度は「決められている」可能性があるとの前提で、図をみればどうでしょうか。

のときの政権は自らにとり有利な選挙戦を戦いたいはず。であれば、その場合にどのような為替政策が有効でしょうか。おそらく、選挙を有利に戦うために経済刺激的な政策を促す一環として、為替面では直接、間接の手段を講じて米ドル安政策をとろうとするのではないのでしょうか。なぜなら、自国通貨を安くすることは原理的には、国内企業の対外競争力を増すからです。企業業績が相対的に向上すれば、それを反映して株価も上がると期待するところができるでしょう。

だがすれば来年秋以降の大統領選挙に向け、米ドルの対円レートは趨勢的に下落する可能性が高いともいえます。もともとのところ、政策的にドル安にしようとしなくても、サブプライム問題を端緒に米住宅産業と雇用状況の急速な悪化からくる経済の自律的メカニズムから見ても、自然に任せておいてもドル安が進行する可能性のほうが高いのでしょうか。



図は、米大統領選挙のインターバルにあわせて過去六代の大統領の就任時期における円ドル相場動きを示したものです。大統領就任から三四年目にかけてドル安・円高の傾向が読み取れます。さて、この為替レートが「100%決まる」というメカニズムではなく、「多少なりとも為政者の意向が反映されている。コントロールされている可能性がある」とみればどんな推論が成り立つのでしょうか。

大統領選挙に向け、その

目からウロコ 投資塾

角川 総一氏

前回に続き米大統領の任期と米経済の循環的な動きを示す図をご紹介しますことにしましょう。

図1は米大統領の任期と米NYダウの動きを示したものです。ここでも四年目の大統領選スタートの時期に向けておおむね株価は上がっていることが多いように思われます。

グローバル市場

4年目にかけて高い成長率

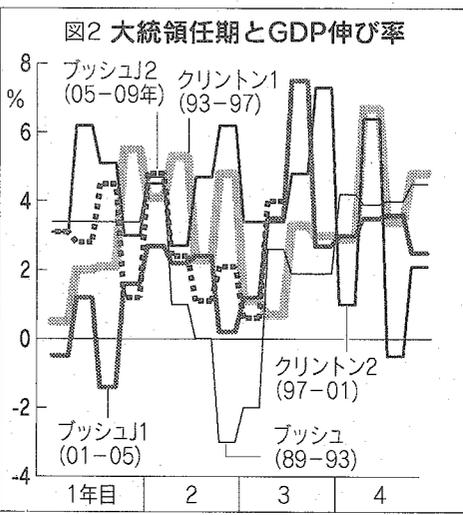
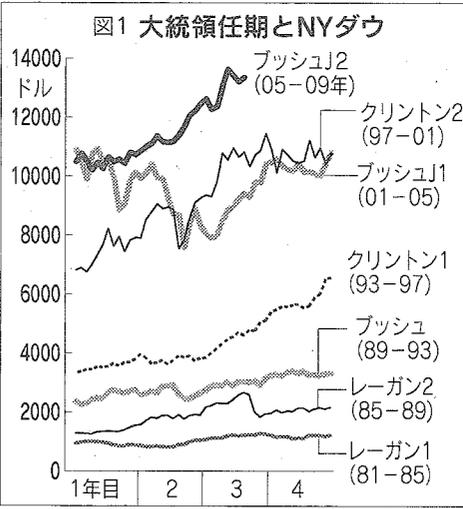
さらにその上昇を可能にするかのよつに、二年目には明らかに株価が下落したり調整局面入りしていたことが多いと読めます。

さらに図2では、米国の四半期ごとのGDP伸び率（前期比年率）実質経済成長率の推移を示しました。ほとんどの政権で一二年目より三四年目の方が総じて高い成長率を示していることに気づきます。

さらに言えば、どの政権でも、四半期単位で見ると高い成長率を示しているのが三年目後半から四年目という事実を読むこと

⑥ 米大統領任期とマーケット⑥

以上の事例は、自由な電給バランスによって「決まっている」と思い込んでいる経済現



象の中に、ある種の「意図」が潜んでいるかもしれないことを示唆していますが、このときでも四半期ごと

年目後半に向かって景気は明らかに拡大していることが分かります。結果として観察されるマ켓や实体经济の動きにどの程度の人為（政策意思）が含まれているかを定量的に知ることはできません。しかし、

人々が含まれているとすると、それらの相場の動きにある種の偏り（癖）があつて不思議はないと思つたのです。

プロに聞く

角川 総一氏

昨今の為替相場を報じてとても大きい、と思える情報のほとんどは、相込んだとしても無理はない場の変動原因として「内いでしょう。」

「外金利差」を取り上げます。この連載の最初の二回です。あるいは今後の為替相場の行方について言及する場合は、最終的には各本と諸外国の金利差がも国中央銀行の政策金利操作（利上げ、利下げ）が中心におかれることが多いように思います。こうした中では多くの個人投資家は、二国間の金利差の変動（あるいはその予想）が為替相場を動かすエネルギーとし

グローバル市場

インフレ率格差が主役に

⑧為替相場の決定要因

相場を動かす決定的な要因になった時期はそれほど多くなかったことが分かるのです。

図は、日米の金利差と日米のインフレ率の差の動きが円ドル相場にどの程度の影響を与えたか、を描いたものです。確かに二〇〇四年末以降、今日に至るまでの三年間程度は日米金利差の拡大がドルの対円レートを引き上げてきたことがよく分かります。しかしそれ以前はどうだったでしょうか。

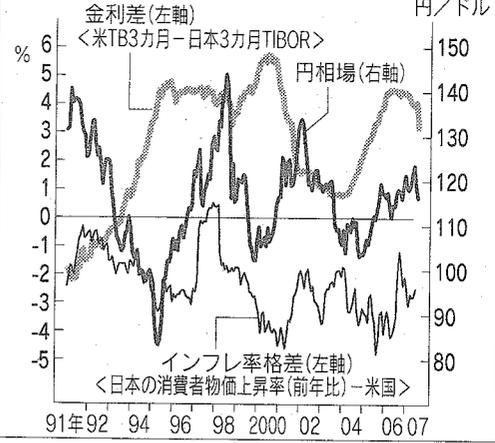
力平価説と呼ばれるものなので。

購買力平価説とは、為替レートは各通貨の購買力の強さにより決まる、とする考え方です。つまり、インフレ率が高い通貨（購買力が弱い通貨）の為替レートは下落する、と考えるのです。

図で示した日米インフレ率は「日本のインフレ率マイナス米国のインフレ率」であることに留意してください。つまり、インフレ率格差が右肩上がりの時には相対的に米ドルの購買力が強くなっています。そしてその時期にはドルの対円相場も上がっているの

一九九五年半ばから二〇〇二年半ばに至るまでの間の、円ドル相場変動の説明としては「内外金利差」を採用することはほとんど不可能なように見えます。それに対して日米インフレ率格差と円ドル相場の間には相当の関係が認められるのです。少なくとも〇三年年初までの十年間の為替相場を説明するには有効です。すなわちこれが購買

インフレ率格差と金利差、どちらが為替相場をよく説明するか？



すでに三年以上にわたるドル円相場を動かす主役を演じてきた日米の金利差ですが、この金利差が現在の三割を割り込んで二割に接近する過程で、影響力を弱めていくのではないのでしょうか。そしてそれに代わって再びインフレ率格差が主役に躍り出る可能性が高いと思います。

(1)の項(わづ)