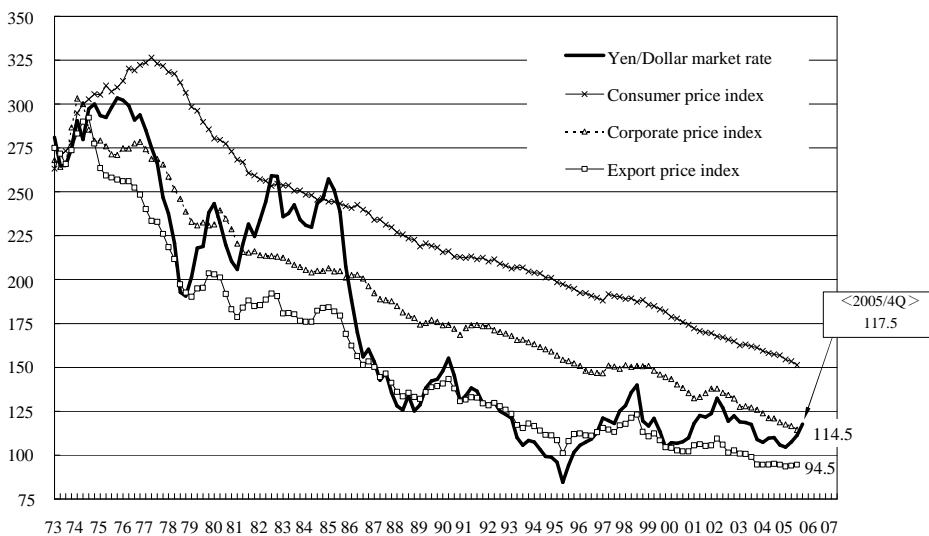


ワシントン情報、裏 Version
 2006年3月17日
 竹中 正治
 「外為相場の Boom & Burst」

【長期的には購買力平価が為替相場の決定に有効】

ドル円相場は最近115円～120円のレンジの中で落ち着いた上下動を繰り返しています。「次はドル高？それともドル安？」と時々尋ねられます。添付の購買力平価(PPP)図をご覧ください。この図表は私が長年頼りにしているものです。通貨の価値は長期的にはその通貨の購買力で決まります。相対的に高インフレの通貨は購買力が低下し、低インフレの通貨に対して長期的には下落します。

(円/ドル) PPP Rates and Market Exchange Rate of Yen/Dollar



(注) 購買力平価 = 基準年次の為替相場 × 日本/米国の物価指数 (73年平均1ドル=¥271.40) (四半期)

(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、内閣府「国民経済計算」、米国労働省「Monthly Labor Review」をもとに三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

問題は、購買力を測る尺度がひとつではないことです。図では消費者物価、企業物価、輸出物価の3つの購買力平価(PPP)と実勢相場を示しています。消費者物価購買力で見たPPPレートは最もドル高の150円前後、企業物価PPPレートは114円台、輸出物価PPPは最もドル安の水準で94円台です。図表は2005年第4四半期時点のものです、PPPレートは現在も大きな違いはありません。

一目でお解かり頂ける通り、86年以降、ドル円の実勢相場は概ね企業物価PPPが示す水準をドル高の上限、輸出物価PPPが示す水準をドル安の下限としたレンジで変動して来ましたが、輸出物価PPPの水準を越えたドル下落も例えば94年から95年にかけてありましたが、結局、ドル下落のオーバーシュートとしてその後ドル高に戻りました。

【繰り返される高金利外貨投資のブームとバスト(Boom & Burst)】

変動相場制に移行した74年以降のドル円相場場で唯一消費者物価PPPの水準までのドル高が続いた時期が1980年代の前半です。70年代まで生保など機関投資家は外貨資産保有比率を低く規制されていましたが、70年代末の外為自由化で外貨保有の自由が拡大し、金利の高い米国債への投資を急激に拡大したことが、この時期のドル高をもたらしたのです。欧州通貨の対ドル相場でも同じよう

なことが起こりました。70年代後半から80年代初頭にかけて、国境を越えた資金移動に対する規制緩和が世界的に起こり、当時インフレ沈静化のための厳しいマネーサプライ管理の結果、高金利であったドル債に欧州からも投資が集中しました。

ところが高くなり過ぎたドル相場は米国産業の空洞化、貿易収支の赤字拡大を招き、ドル相場調整のために85年にプラザ合意が成立、ドル相場の下落が誘導されました。しかし結果的にプラザ合意は効果が効きすぎたと言えます。ドル資産を積み上げた機関投資家らのヘッジ売り(ドル下落による損失を回避するためのドル売り)が殺到するようになり、85年以降のドル急落時代となったわけです。この時期、日本の生保などは毎年膨大な為替損失を計上しました。

89年から90年にかけてもスワップや通貨オプションを利用した高金利通貨投資のブームが起こり、ドル円相場は120円台から160円まで上昇しましたが、90年後半に急落しました。97年から98年は米国のヘッジファンドのキャリートレードと呼ばれた高金利通貨投資がドル相場を押し上げましたが、98年秋に急落しています。

【ドル相場の次の動きは？】

現在の116～119円の水準は、85年以降ではドル円相場が初めて企業物価水準を少し越えた水準までドル高に進んだことを示しています。今回の外貨投資の主体としては個人の外貨建て投資信託などを通じた外貨買いが急増しています。過去、機関投資家もその他の法人、個人投資家も、金利の高い通貨への投資選好を繰り返してきました。市場参加者の多数が高金利外貨を買っている時は、相場も上がり、利回りも高いので投資のパフォーマンスは絶好調です。しかし、「高金利＝高インフレ」であり、長期的に通貨価値は購買力平価の原理で下落します。高金利通貨の為替相場が下落する時は、それまでに積み上がった当該通貨買いのポジションが一気に崩れることが多く、急落になる傾向が顕著です。すなわち「投売り」が起こるわけです。80年代後半から2000年まで、銀行のディーリングルームで私の稼業は、こうした投資家らの累々たる屍の中を歩いてきたようなものです。

従って私の判断は、現在の水準から先はドル下落のリスクが圧倒的に高いということです。仮に再び120円を越えるドル高があっても、それは結局ドル高方向へのオーバシュートだから、ドル売りをすれば良いということになります。

【Q&A】

「ドルが下落すると、今アメリカの銀行に預けてあるドル預金は円に転換すると価値が小さくなるのですか？」

→その通りです。

「ドルを売るって、どうすればいいの？アメリカの銀行に預けてあるドル預金を円に換えなくてはいけないの？」

→そんな必要はありません。

「ドル預金は1万ドル以下しかないのですが、ドル売りした方がいいのでしょうか？」

→「その程度の金額なら、運を天に任せてほっておきましょう。」

「個人にもドル売りはできるの？」

→できます。

「私にも教えてちょうだい！」

→あげない。(どうしても必要な方は個別にお電話ください。)

お断り:以上の情報は特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。本文の中で示した判断は筆者個人のものであり、読者が上記情報をご参考にされた場合でも、その取引の結果に対して、筆者はいかなる責任も負いません。読者は、ご自身の責任のみに基づいて投資行動をご決定願います。

以上