

グローバルマーケットから見た 円相場の行方

セントラル短資FX 2010 特別セミナー
2010年10月23日

竹中正治

龍谷大学

経済学部教授

(財)国際通貨研究所客員研究員

<http://www.geocities.jp/takenakausa/>

m-takenaka@econ.ryukoku.ac.jp

takenaka1221@yahoo.co.jp



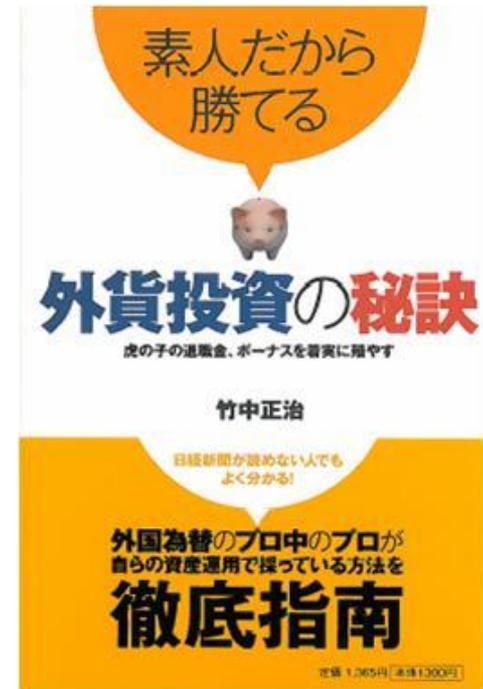
1、グローバル市場の動向

長期大局観は購買力平価と市場相場の乖離でつかむ。

「円は超低金利で日本経済は長期低成長だから、円安は必然」という見方は、根拠のない嘘八百。

「外貨投資の秘訣」(扶桑社、2006年11月)から

- ・ 「現在(2006年8月現在)の115円以上のドル円相場水準はドル割高圏にあり、ドル債投資をするレンジではない。2000年頃から続いている現在の高金利通貨ブームもいずれ終わり、ドルを含めた高金利通貨相場急落の局面が到来するだろう。」(185頁)
- ・ 「現在の115円のドル割高レンジで投資をすれば、長期的にはあなたは負け越し投資家になってしまう確率がかなり高い。降水確率80%で傘を持たずに外出するのと同じだ。」(191頁)



趨勢的な名目金利差は2国のインフレ格差を反映しており、高金利通貨 (=高インフレ通貨)は長期的には金利格差分だけ低金利通貨に対して下落する。

これは国際通貨・金融論の常識、驚いてもらっちゃ困る。

2007年1月17日付、アマゾンレビューから引用
「また特筆すべきは、著者の相場観でしょう。本書は日本の財政悪化からインフレ、円安、円資産目減り(さらにひどい説になると、預金封鎖、ハイパーインフレーション)、といった最近流行の考えには組しません。「為替は国力などという意味不詳の概念とは何の関わりもない」と一蹴し、「1ドル=110円でも安い、10年後1ドル=70円でも自然な結果」とまで言います。円安は避けられず、早いうちに外貨建て資産へのシフトも必要かと思いついていたので、これには驚きました。」



2006年



2007年



2009年

購買力平価 (PPP) からの乖離と回帰を繰り返す為替相場 長期と短期・中期では相場変動の主たる要因は異なる。

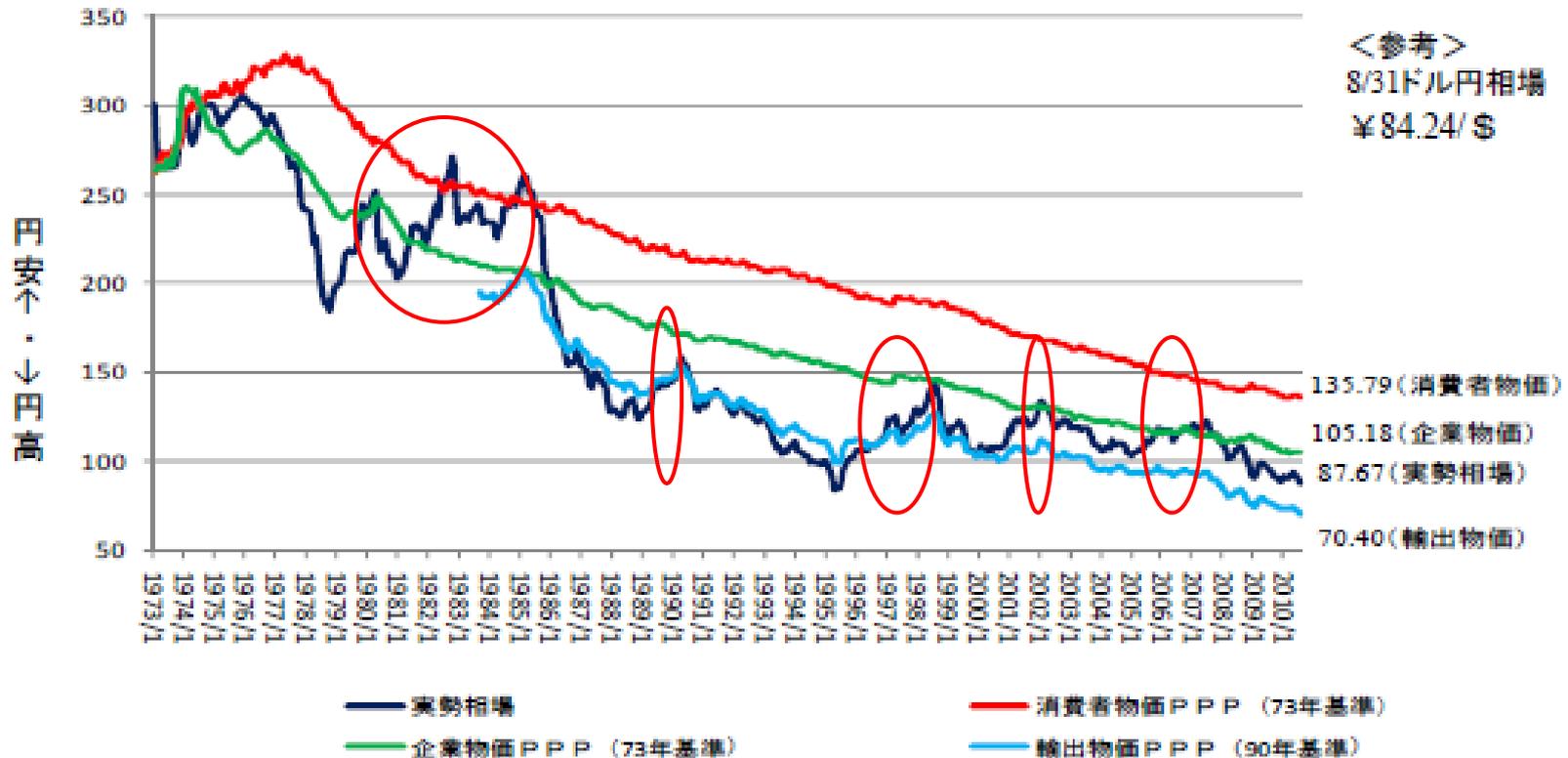
(財) 国際通貨研究所ホームページ

http://www.iima.or.jp/research_gaibu.html



(財) 国際通貨研究所

ドル円購買力平価と実勢相場
2010年7月現在

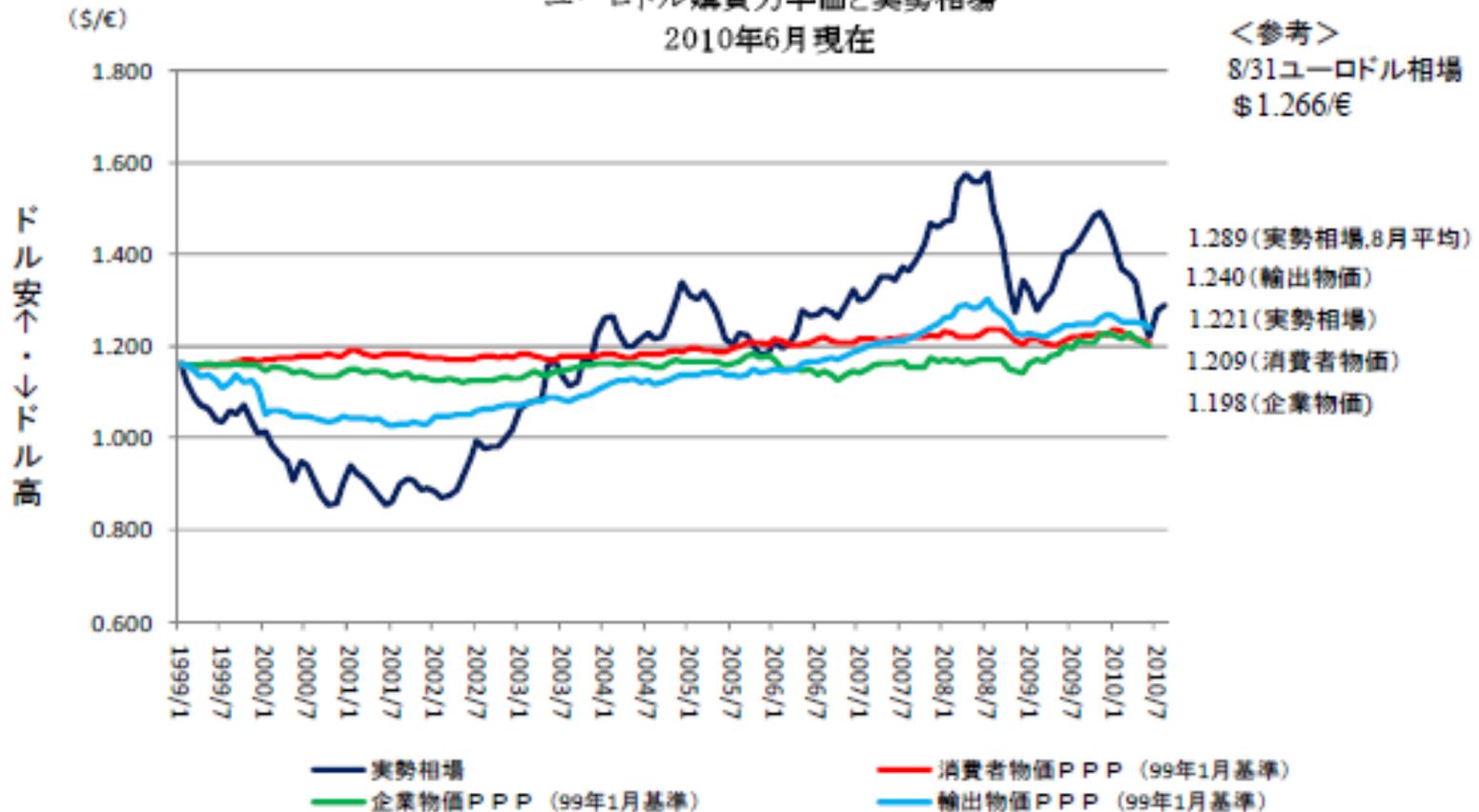


購買力平価 (PPP) 近辺まで戻って、小反発したドルユーロ相場

10月8日現在 1.39台



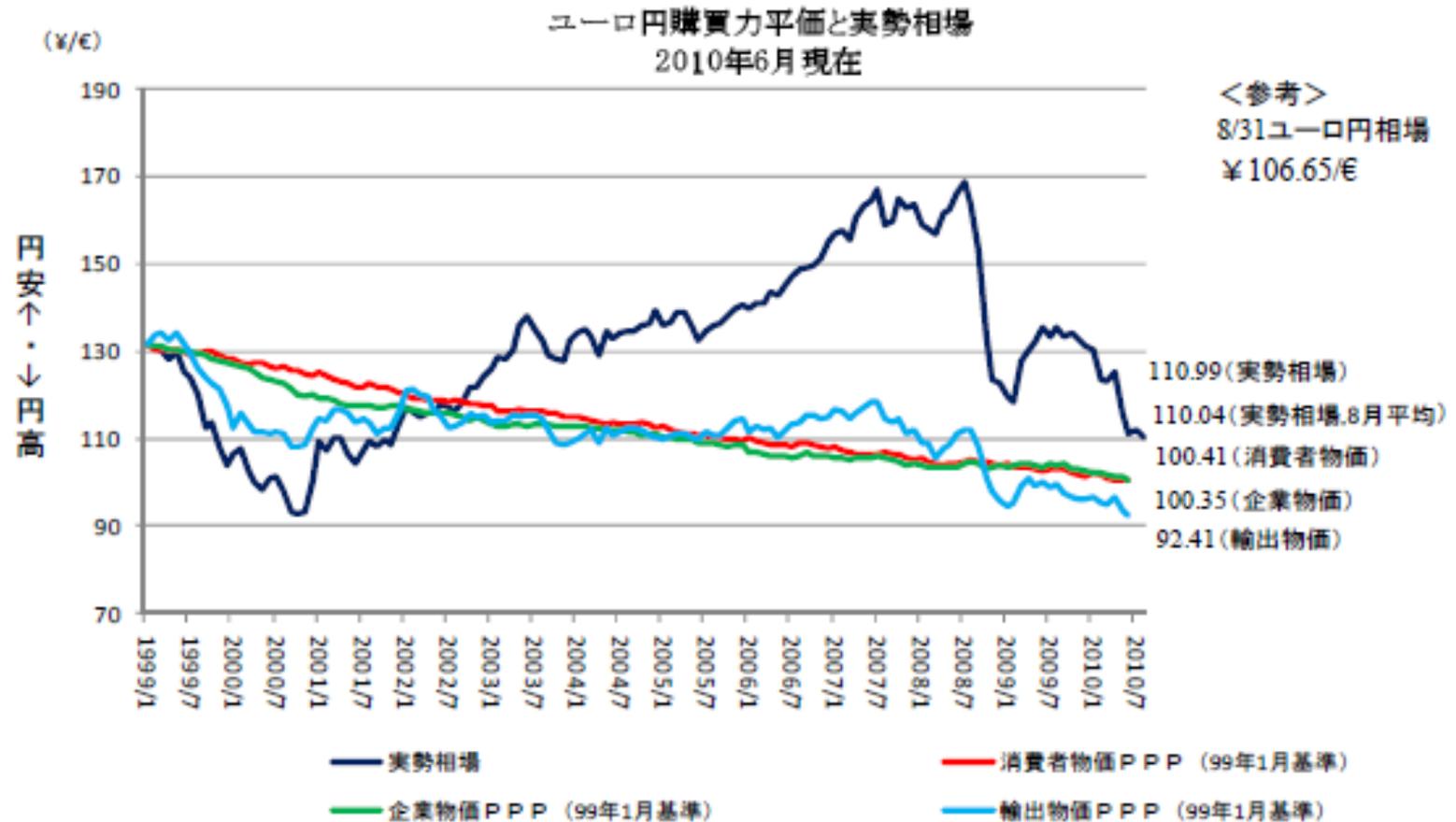
ユーロドル購買力平価と実勢相場
2010年6月現在



ユーロ円相場(1ユーロ=107円前後、8月31日現在)もPPP近辺まで
戻って小反発

10月8日現在 114円台

 (財)国際通貨研究所



購買力平価に照らして相場を見る＝実質相場(⇔名目相場)で見る 80円台前半のドル円相場は、フェアウェイと円高ラフの境目あたり



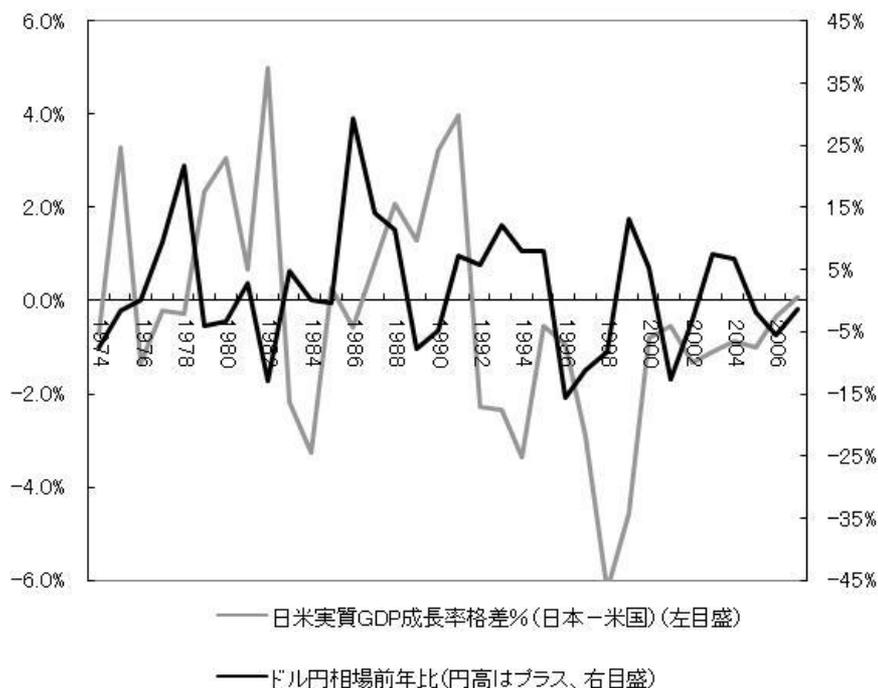
図表: 以下データに基づき竹中正治作成、実質相場は1973年平均=100として指数化

データ: 日本銀行、米国Bureau of Labor Statistics

日本は国内企業物価、米国は生産者物価により実質化(1973=100)

外為相場のトンデモ論:「経済成長率の低い日本の円は下落する」 真実:経済成長率と為替相場は長期的には関係がない。

日米成長率格差とドル円相場の変化



主要国の米国との経済成長率格差と対ドル為替相場の変化
対象期間 (1996年-2006年、ユーロ圏は99-06)

米国との成長格差(各国平均成長率-米国平均成長率)	為替相場変化率(プラスは各国通貨の米ドルに対する上昇)	国(地域)
0.0	0.0%	アメリカ合衆国
-1.9	-6.5%	日本
-0.4	-5.5%	ニュージーランド
0.0	20.2%	カナダ
-0.4	18.0%	イギリス
-1.2	19.4%	ユーロ圏
0.4	-3.8%	オーストラリア
1.3	-15.7%	韓国
2.2	-11.3%	シンガポール
0.9	-81.2%	ロシア
3.3	-21.8%	インド
0.4	-30.3%	メキシコ

(出所) 総務省「世界の統計2008」

ただしユーロ圏は、IMF, World Economic Outlook 2007 より

グローバルな視点からの中局観

- ・ 2010年前半、景気回復の過大な楽観論の修正

米国の回復遅延、ユーロ圏の政府債務危機、日本を含む世界経済も見通し下方修正→投資家のリスク許容度再低下→相対的円高地合い

- ・ 先進国各中銀の「量的金融緩和競争」

米国FRB:11月2-3日のFOMCで追加量的緩和への期待

日本銀行:10月に追加緩和策発表済(意味があるのは基金による5兆円規模の国債並びに民間金融資産の購入策、しかし規模が小さ過ぎる)、国債購入残高を日銀券発行残高以内におさめると自ら手を縛っている。

ECB:相対的に量的緩和に慎重

→ドル売り(9月15日の日銀介入以降、介入リスクのある円よりも、介入リスクのないユーロでのドル売りに市場参加者はシフト)、国内FXプレーヤーは介入による円安への振れで一部利食いした後、引き続き円売りポジション持続。

- ・ 2011年に米国の景気回復観が再復活する。

→金利上昇期待→相対的なドル相場の回復、ユーロはPIIGS諸国の政府債務危機とバブル的信用膨張破裂の後遺症を抱え、回復度は弱く、再度軟調か。円は投資家のリスク許容度の回復に伴って円安に反転。

2、米国中間選挙後のマーケット予測

- ・ 11月の中間選挙予想

直近では劣勢だった民主党がやや巻き返しているが

下院は与党民主党が過半数割れ、与野党逆転

上院での民主党の過半数割れは微妙

期日が迫るブッシュ減税の行方(継続か、部分継続＝一部増税か)

- ・ 11月2-3日のFOMCによる量的金融緩和の追加策の規模と内容が問題

既に追加策を織り込んで株ロング、債券ロング、ドルショート(対円と対ユーロ)

ポジションができています。ポジションの巻き戻しで短期的には相場は反転か。

- ・ 中長期的にはバブル崩壊でへこんだ米国家計のバランス・シート調整がいつ頃終了するかが問題

株価と住宅価格次第だが、おそらくこの先数年もかからない。

ドル実効相場とドル円相場

足もとで対円、対ユーロでのドルショート持高が増加している。

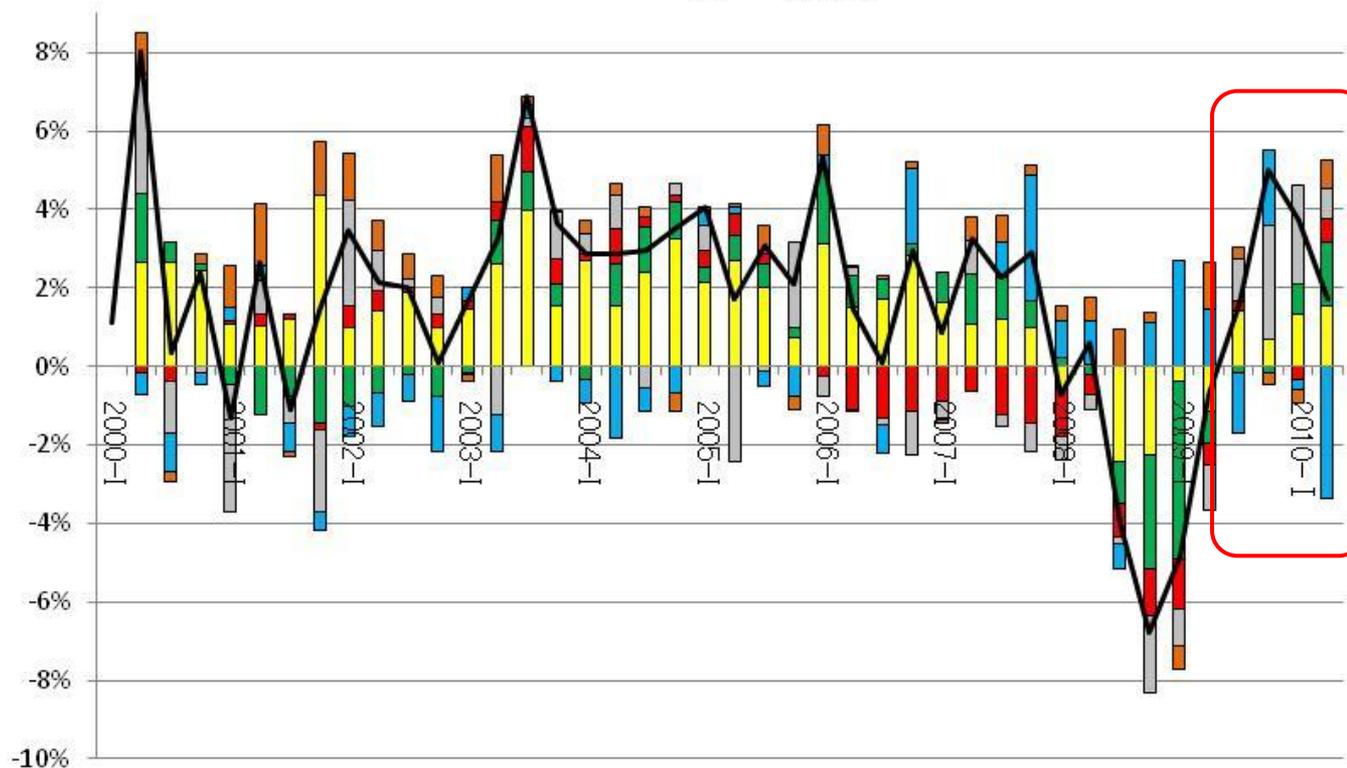
ドル実効相場指数(名目と実質)とドル円(名目)
2010年10月11日現在



データ: FRB、日銀

2009年後半～10年第1四半期のGDPの回復は、マイナスになった個人消費の回復もあるが、急減した在庫投資の回復による部分が大きかった(グレーの部分)。

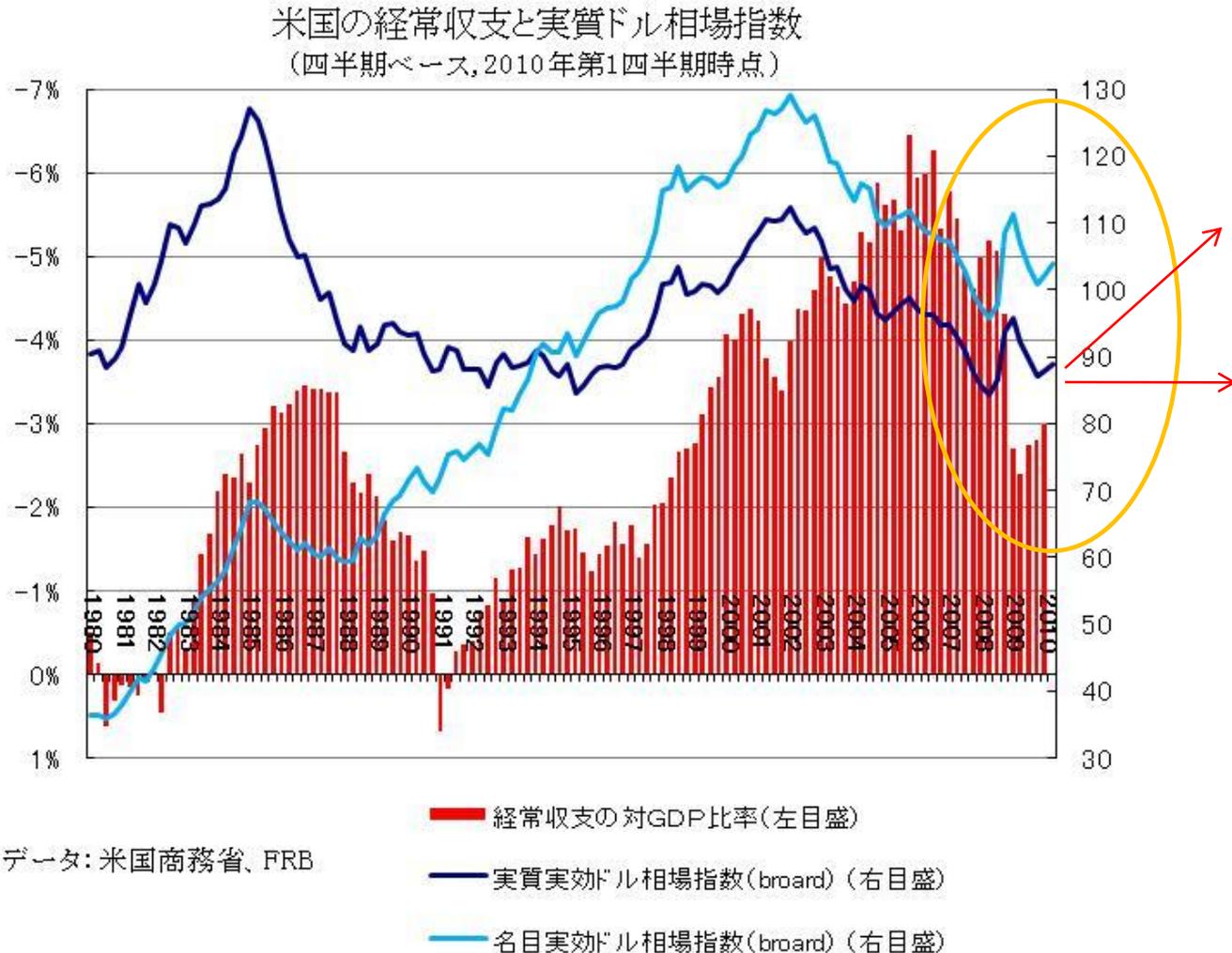
米国実質GDP成長率の寄与度内訳(四半期前期比年率)
2010年第2四半期現在



データ: 米国商務省

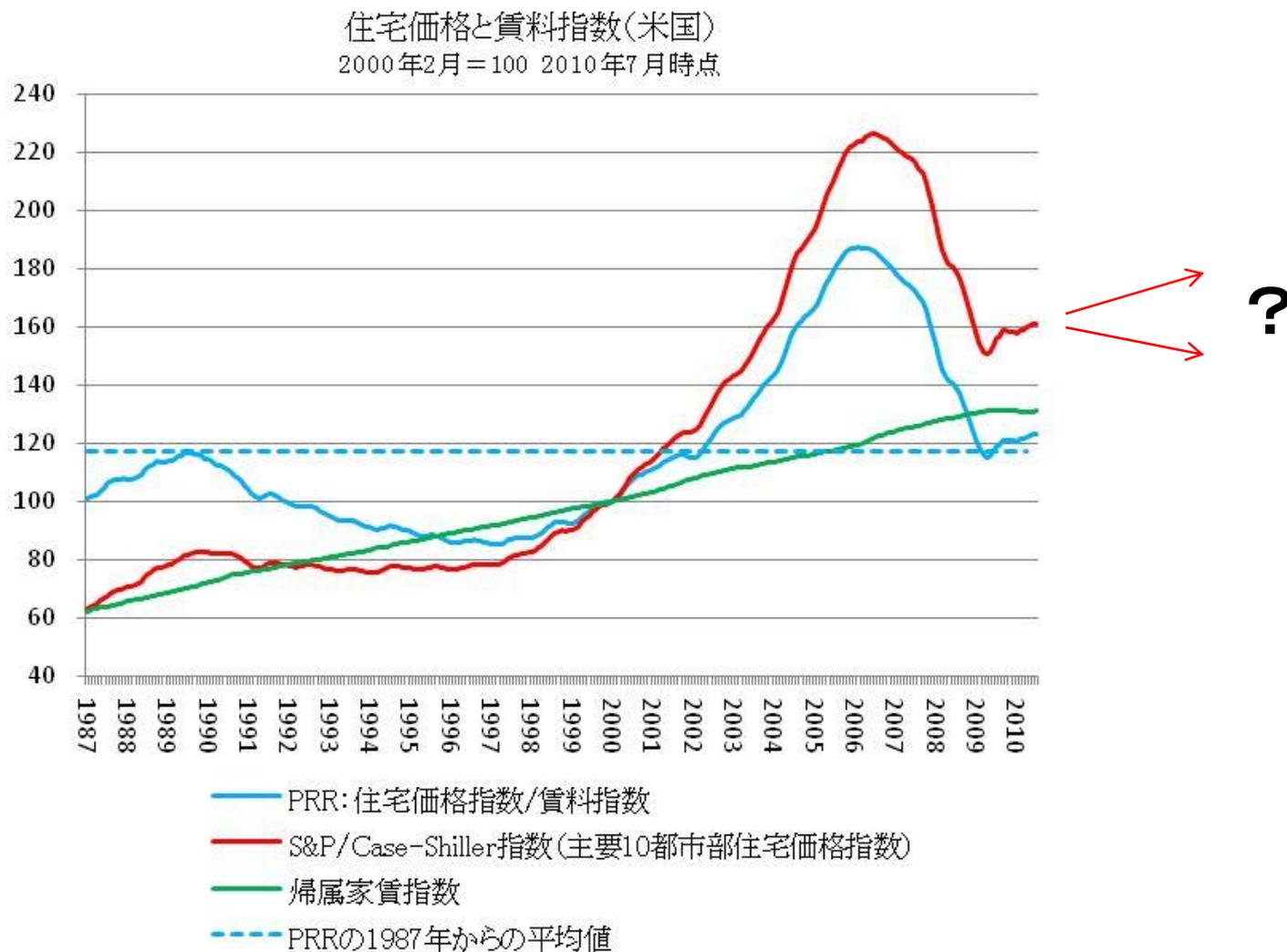
- Personal consumption expenditures
- Nonresidential investment
- Residential investment
- Change in private inventories
- Net exports of goods and services
- Government consumption expenditures and gross investment
- 四半期実質成長率(前期比年率)

ドルの実効相場(名目と実質)と米国の経常収支(対名目GDP比)の推移
 経常収支赤字はGDP比率でピーク時(2006年-6%)から半減。
 「ドル危機」は起こらなかった。



?

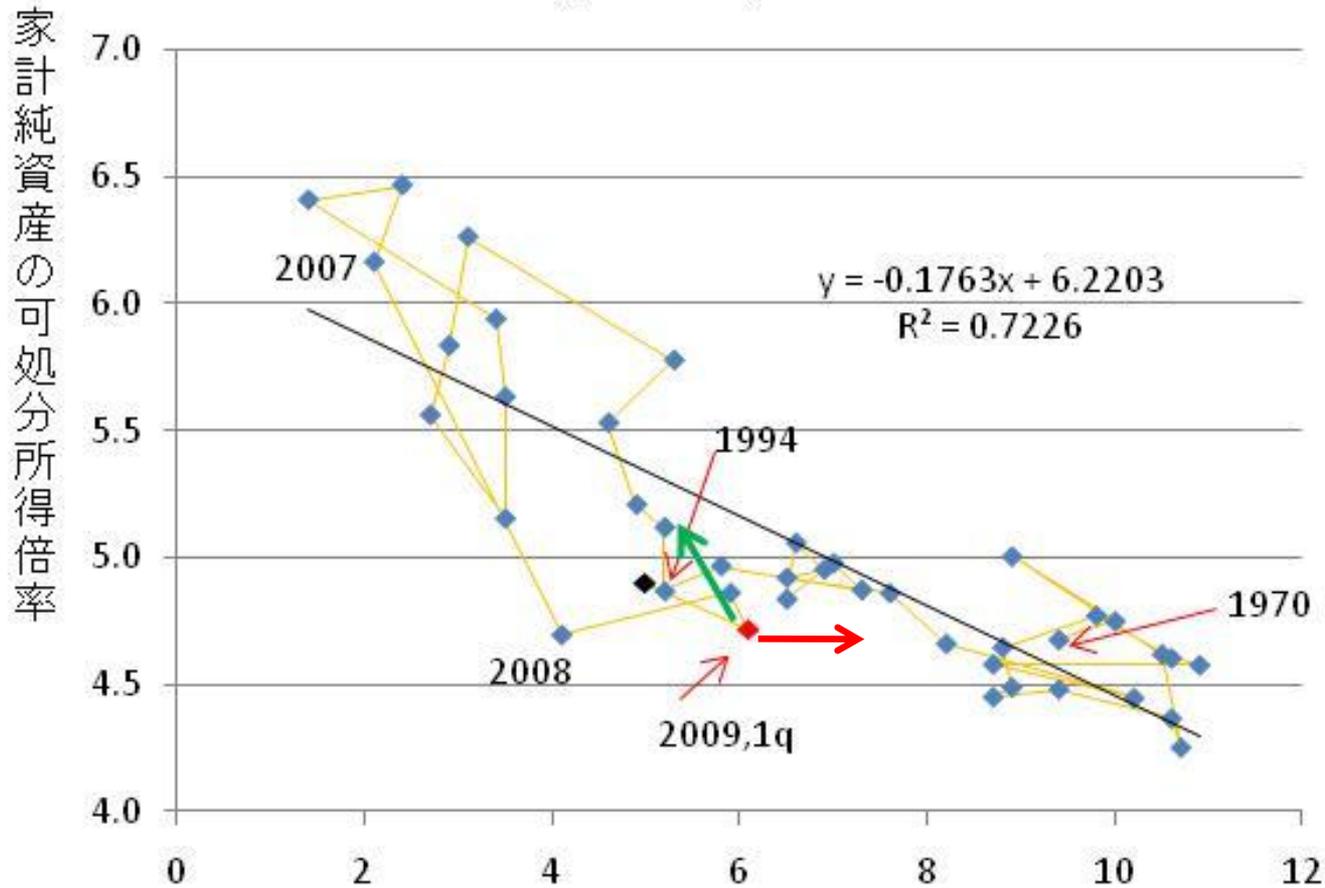
住宅価格は2009年5月に底打ち反転、2番底シナリオにはなっていない。
しかし、そのリスクはまだ残っている。



データ: 消費者物価、米国労働省、S&P/Case-Shiller index

米国家計のバランスシート調整の進捗度合いと今後の2つのシナリオ
悲観シナリオ: 右水平方向への緑の矢印: 貯蓄率上昇&資産価格低迷シナリオ
楽観シナリオ: 左上方への緑の矢印: 貯蓄率安定化、資産価格回復シナリオ

米国家計、純資産の所得倍率と貯蓄率
 (1970-2009)



横軸: 家計貯蓄率(可処分所得ベース、%)
 データ: 米国商務省

3、今後1年間の円相場に関する見方

- ・ 米国の家計のバランスシート調整の進捗→貯蓄率の安定化→消費の回復→2011年、再び米国景気観測が回復→ドル金利引き上げ観測の再浮上とともにドル相場が堅調に転じる。
- ・ 日本の景気もアジア・エマージング諸国の相対的高成長と米国経済の回復に連れて、踊り場から再度回復基調に戻る。

今後1年間のドル円主要レンジ:75-95円

- ・ ユーロ圏はPIIGS諸国の政府債務危機、対外負債問題が継続、信用膨張とバブルの崩壊による後遺症も継続、相対的に低成長持続

今後1年間のユーロ円主要レンジ:100-120円

- ・ **短期的な注意点:**11月2-3日のFOMCで発表が期待されている量的金融緩和追加策への反応、典型的な“sell on the news”(この場合ドル買い)になる可能性

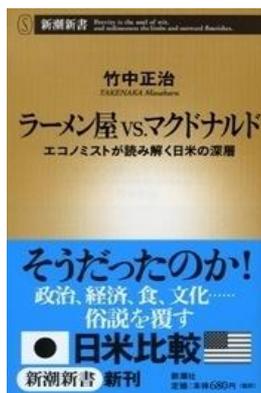
長期的な資産形成を考える場合の外貨投資、何に投資すべきか？

- ・ **長期米国債投資** (10年物金利は2.5%、8月31日現在)はどうか？
1980年～2007年
日米金利差(10年物国債の利回り格差) 3.3% (米国債7.5%、日本国債4.2%)
ドルの円に対する相場下落、年平均3.0%
- ・ **株式投資:**
1980年～2007年
株式指数S&P500価格上昇率、年率9%
平均配当利回りが約3%だとすると、総合リターンは年率12%
世界の株式への分散投資
ETF(上場投資信託) MSCI-kokusai、MSCI- Emerging
- ・ **FXは外貨金融資産のヘッジにも使える**
- ・ **投資方針はシンプルが良い:** 好況の時には債券買い、景気後退時は株式買い
長期債券利回りと債券価格の関係 (利回り低下→価格上昇、逆は逆)
金融危機は株、不動産投資の千載一遇のチャンス
ドル相場が割高圏に再び上昇したらFXトレードでヘッジ売り
ドル相場が割安圏に下落したら、ナンピンのドル資産投資

最近の刊行図書



2007年10月



2008年9月



2008年12月



2009年9月



2010年2月