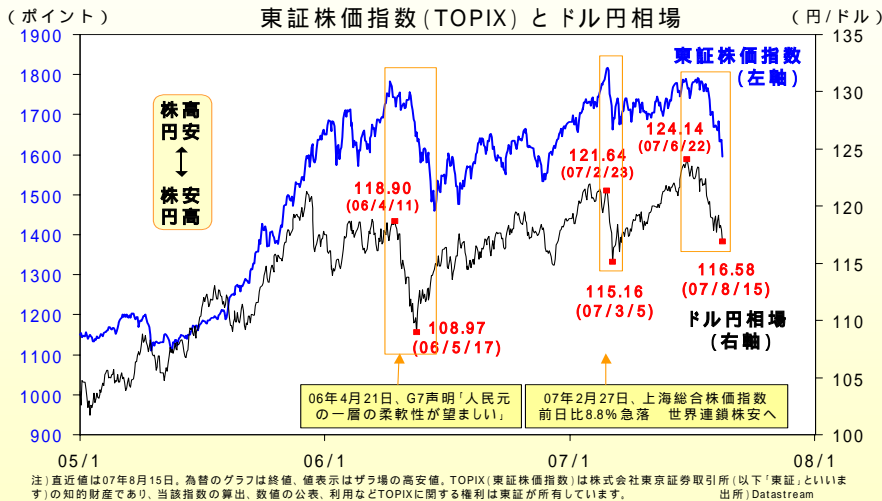


特別レポート 「円独歩高」の背景と今後の為替相場見通し

【図1】昨年来3度目となる「株安と円高」の同時進行局面

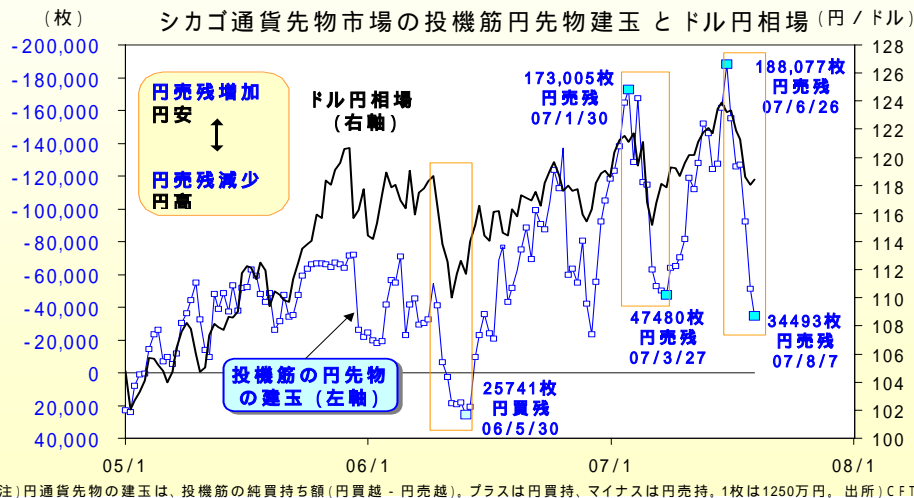


足元の円急騰は「円借り取引」の巻き戻しが主因

8月に入り、為替市場では急速な円高が進行し、8月16日の東京市場ではドル円相場は一時1ドル115円台を記録しました。6月22日の年初来ドル高値1ドル124.14円から、約9円の円高ドル安です。この背景には、米国サブプライムローン (信用力の低い個人向けの住宅融資) 問題や米国企業によるLBO (買収先資産を担保に少額の自己資金で行う企業買収) の資金調達難などを契機に、投資家がリスク資産を手仕舞い始めたことが挙げられます。

低利な円を調達してリスク資産へ投資する「円借り取引」が巻き戻されますと、株式などリスク資産を売却すると同時に、為替市場では円資金返済のため円買いが強まり、株安と円高が同時に進む傾向が見られます (左図1)。昨年4-5月、今年2月下旬に続き、今回も「円借り取引」の巻き戻しが円高の主因と判断されます。ただ、これまでは一回の巻き戻しで約6~10円の円高ドル安に留まっており、足元の円急騰もそろそろ一巡する可能性があります。

【図2】過去最高であった投機筋の円売残も、大幅に縮小

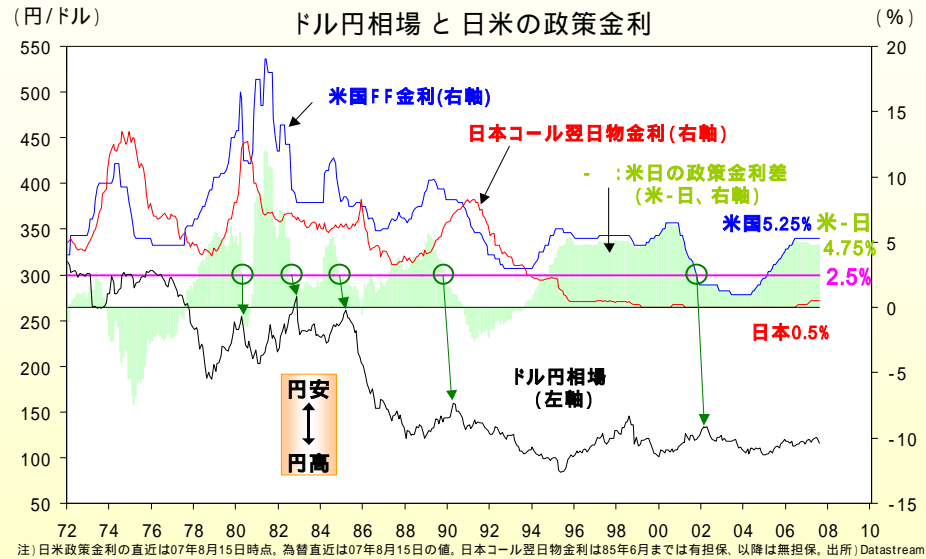


投機筋による円買い戻しも次第に弱まる見通し

ドル円相場は、投機的な動きから短期間に乱高下することもあります。そして、投機筋の動向が「円借り取引」の巻き戻しと重なり、為替変動を一段と増幅させていると考えられます。シカゴ通貨先物市場の投機筋による円先物の建玉をみますと、昨年4-5月には、円売残が解消して円買残に転じました (左図2)。今年2月下旬にも円売残が大幅に縮小し、今回も18万8077枚も積み上がっていた円売残が、8月には3万4493枚まで縮小しました。

今後、投機筋がさらに円を買い上げる可能性も否定はできませんが、売り方の買い戻しは相当程度進んだと思います。その意味で、投資家によるリスク回避姿勢は残るものの、円急騰には直結し難くなる見通しです。足元の為替市場は、ドルに対する円高のみならず、円独歩高の様相を呈しています (3頁図5)。ただ、この円高は日本経済の力強い拡大を映しているのではなく、資金の一時的巻き戻しによるものならば、円高も一過性となりましょう。

【図3】日米金利差は依然大きく、円安地合いが続く見通し

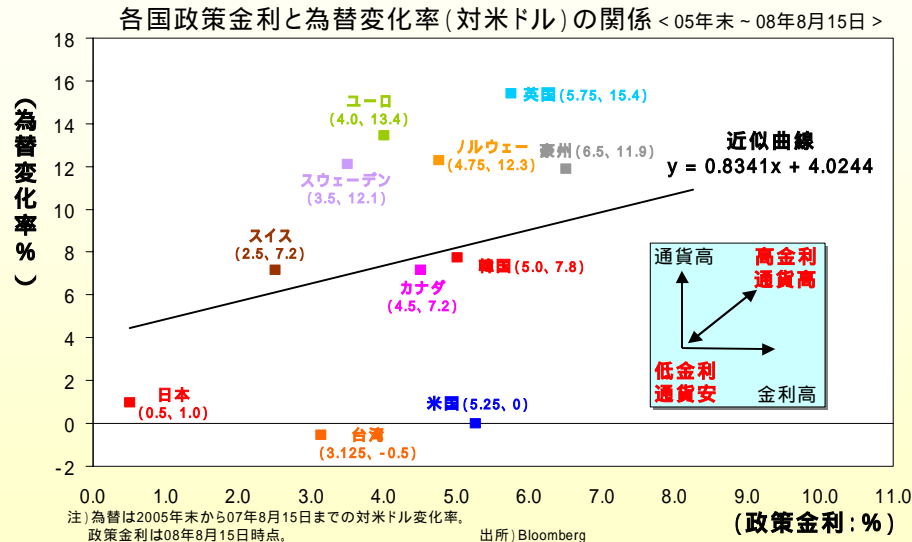


中長期的な円安地合いは、今後も続く見通し

為替相場は、相対的な国力格差で決まる要素があります。即ち、人口が増加し労働生産性も高い国では、潜在成長率が高まり、金利水準や金融資産の期待収益率も高く、その結果、海外からの旺盛な資金流入で通貨高が起こりやすくなります。それに対して、深刻な人口減少と少子高齢化が予想される日本では、潜在成長率の高まりが期待しづらく、金利水準も海外よりも低位に据置かれています(政策金利は日本0.5%、米国5.25%、英国5.75%、欧州中銀4.0%、豪州6.5%:8月16日現在)。

ですから、国力格差を表す一側面として、日米政策金利差とドル円相場の関係をみますと、過去は「日米政策金利差(米国FF金利 - 日本コール金利)が2.5%以上ならばドル高、2.5%以下ならば円高」という傾向がうかがえます(左図3)。8月16日現在の日米政策金利差は4.75%(=米国5.25% - 日本0.5%)と大きく開いており、当面、金利差が2.5%以下に縮小する可能性は低く、今後も円安地合いが続くと予想されます。

【図4】高金利国の通貨ほど、上昇しやすい傾向に



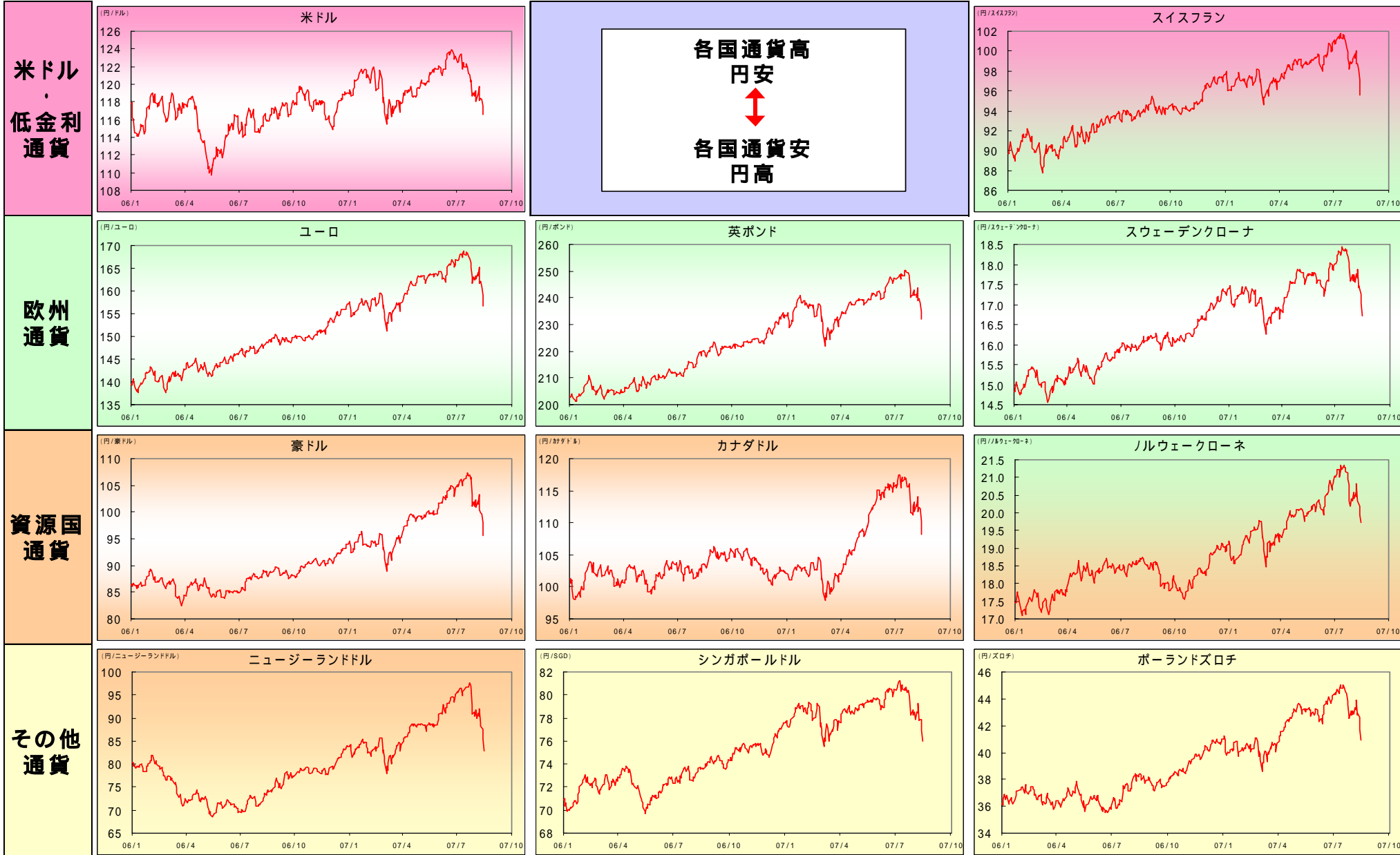
金利水準の高低が、為替相場の主要な決定要因に

1970 ~ 80年代は貿易収支が為替に及ぼす影響が大きく、貿易黒字国は、財・サービスを輸出して獲得した外貨を自国通貨に替えるので、黒字国の通貨は上昇する傾向がありました。しかし、90年代以降のグローバル化を経て、最近では貿易取引よりも資本取引が為替に及ぼす影響が強まりました。06年の我が国貿易黒字は約8兆円でしたが、我が国から投信運用会社経由の対外証券投資は年率15兆円(今年1-6月の年率、財務省調べ)に達する見通しで、我が国からの資金流出が円安を導く構図が推察されます。

相対的な低金利通貨で資金調達して、高金利通貨に替えて運用する取引(キャリートレード)が膨らみ、為替に影響していることから、06年以降は高金利通貨ほど上昇する傾向がうかがえます(左図4にて右肩上がりのトレンド)。ですから、足元の円高のように、「円借り取引」の巻き戻しで、一時的に円独歩高となる局面は今後も予想されます。しかし、巻き戻しが一巡すると、再び、「円借り取引」・投機筋の円売り・我が国個人投資家の対外証券投資に伴い、じりじりと円安地合いになり始めると考えられます。

【図5】今年7月以降、「円独歩高」に 主要通貨の対円相場 (2006年～)

注)直近値は2007年8月15日。 出所)Bloomberg



本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものであり、証券取引法に基づく開示書類ではありません。また、投資勧誘を目的として作成されたものではありません。当社の投資信託の取得のお申し込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。また、以下の点にもご留意下さい。

投資信託はリスクを含む商品であり、運用実績は市場環境等により変動します。従って、投資元本が保証されているわけではありません。運用による損益はすべて投資者の皆様に帰属します。

投資信託は預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。

登録金融機関は、証券会社とは異なり、投資者保護基金に加入しておりません。

投資信託に国外の有価証券等を組入れる場合は、為替変動リスクを伴います。

本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。

○本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の弊社経済調査部の見解です。また、弊社各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。