

「吉田スペシャル・レポート(月曜日)」(7/30)

8月の為替を予想する

マーケット エディターズ・吉田 恒

◆ドルと金利と欧州の関係

今週から8月になります。その中で、3月には一時84円までドル高・円安となったドル円相場は、78円台のドル安・円高水準での推移となっています。

ところで、この84円までのドル高・円安の動きは、ドル円の過去一年間の平均値、52週移動平均線を大幅にブレイクしたものであり、経験的にはドル高への基調転換を確認するものでした《資料1参照》。

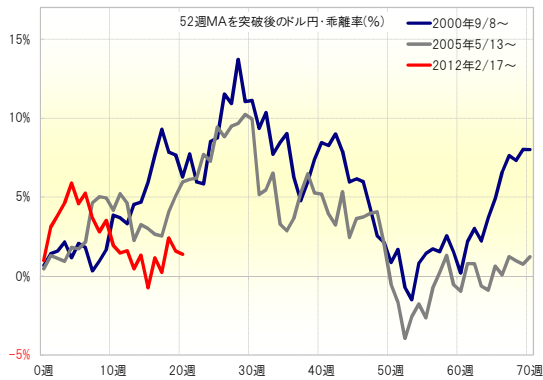
《資料1》



《資料2》は、今回と同じように、52週線をドル高方向へ大きくブレイクし、実際にドル高への基調転換が再確認された2000年と2005年において、52週線をブレイクして以降の乖離率の推移を見たものです。両者はとてもよく似た展開となっていたことがわかります。

じつは、今回、2月中旬に52週線をドルが上抜けてから、今週は25週目になります。では、2000年と2005年に、同じ25週目に、ドルは52週線との乖離率がどうなっていたかという、ともに52週線を10%程度も大きく上回っていました。

《資料2》

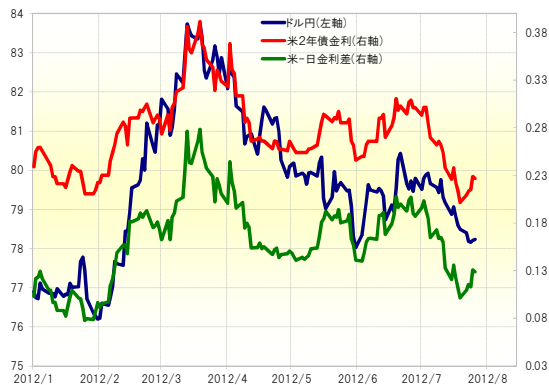


足元の 52 週線は 78.6 円程度ですから、それを 10%ドルが上回っているなら 86 円程度での推移となっている計算になりますから、今回の場合は、過去の似たようなケースに比べて、大きくドル高・円安が出遅れた形になっているといえるわけです。

ではなぜ、ドル高・円安への動きが鈍い状況が、なかなか変わらないのでしょうか。それは一言でいうと、ドル円と一定の相関関係にある米金利の低下傾向が変わらないためということになるでしょう。

《資料 3》のように、ドル円は今年に入ってから、米 2 年金利をドル上限に、日米 2 年金利差をドル下限にした範囲内でおおむね推移してきました。そんなドル円の「安定レンジ」の決め手になってきた米 2 年金利は、先週は一時 2 月初め以来の水準まで低下したのです。その中で、ドル安・円高の動きとなってきたわけです。

《資料 3》

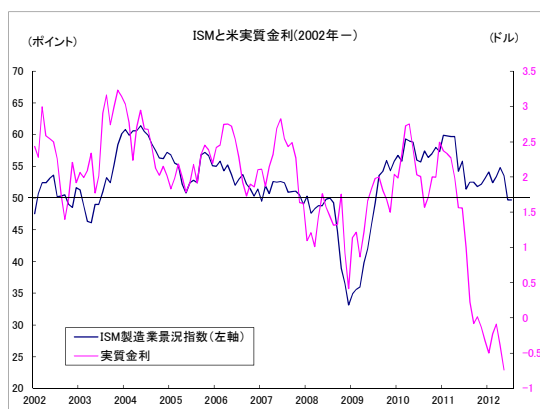


ではなぜ、米金利低下傾向が続いているのでしょうか。米 2 年金利は、金融政策を反映する金利ですから、FRB による追加緩和観測を受けた動きということになります。それではなぜ、FRB 追加緩和観測が続いているのでしょうか。

《資料 4》は、米金利と米景気の間を関係性を考えるために作ったグラフです。これを見ると、

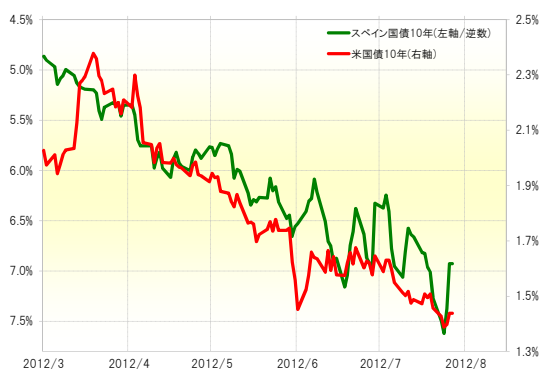
最近のような米景気で説明できない米金利低下は、過去 10 年間でもきわめて異例のものであることがわかるでしょう。米景気との関係で見ると、最近の米金利低下は異常な動き、「バブル」の可能性はあるわけです。

《資料 4》



では、そんな米景気から見ると「バブル」かもしれない米金利低下を数か月にわたって実現させてきた要因は何かという、それは欧州不安でしょう。《資料 5》のように、欧州債務危機の代理変数となっているスペイン金利と米金利は 3 月以降、基本的に逆相関関係となってきました。

《資料 5》



以上のように見ると、ドル高・円安が過去のパターンに比べて大きく出遅れているのは、米金利の低下が続いているためで、ただその米金利低下は「バブル」の可能性もあり、そんな「米金利低下バブル」を演出してきたのは欧州不安ということになるでしょう。

◆ ECB 「最後の貸し手」宣言と循環的反転の可能性

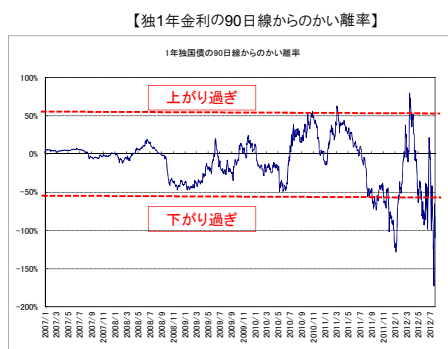
その欧州不安について、先週、ECB ドラギ総裁が、「ユーロを守るためには何でもやる」

と宣言しました。これは、ECB が「最後の貸し手」になる意思を確認したものといた受け止め方もあります。

欧州債務問題とは、簡単にいうと財政赤字の問題です。この赤字はもちろんすぐに消えることはありません。だから一朝一夕に解決することは不可能です。ただ、だからといってユーロや金利、株価などが下がり続けるということではなく、循環的な上下動はあるでしょう。

《資料 6》は ECB の金融政策を反映する独 1 年金利の 90 日線からの乖離ですが、かつて経験したことの無いほどの下がり過ぎとなっていた可能性があったことがわかります。ECB「最後の貸し手」宣言が、この独金利下がり過ぎの可能性に象徴される動きの、循環的な反転をもたらす可能性は注目されます。

《資料 6》



おりしも、8 月第 1 週となる今週は、FOMC、ECB、そして米景気に関する重要指標の発表も予定されていることから、「欧州不安→米金利低下バブル→ドル高・円安の出遅れ」といった構図の修正が本格化するかを見極める重要なタイミングとなるのではないのでしょうか。(了)