

高金利通貨急落の真相と今後の行方

(株)マネー & マネー編集長 吉田 恒

この半年間大きく買われてきたユーロなど欧州通貨、そして豪ドルなど高金利通貨が7月に入ってからことごとく急落した。私はこの一番の理由は、過剰なデフレ懸念相場の反動だと思っている。そんなデフレ相場修正も、15日のグリーンSPAN証言がピークで、その意味では高金利通貨の急落もクライマックスだった可能性があるだろう。今後の焦点は、デフレ相場再燃の可能性があるのか、それとも逆にリカバリー(景気回復)相場に転換するののかということ。欧州および高金利通貨の命運もそれ次第だと私は思う。

高金利通貨急落の「真の理由」

6月中旬以降、まずはユーロが反落した。そして7月に入ると、英ポンドやスイスフランなどユーロ以外の欧州通貨、さらに豪ドル、ニュージーランドドル、カナダドルといった高金利通貨がことごとく反落となった。

このような通貨の反落を、それぞれ固有の事情で説明するのは難しい。たとえば、豪ドルは7月初め利下げの有無が注目されていた。結果的に利下げは見送られたが、その後豪ドルの反発は限られ、むしろ急反落となった。

こんなふうに見ると、これらの通貨の急落は、これら通貨にとっては「理由なき」急落であり、「理由」はドルが買われたことにあったと思う。ドル買いの「コインの裏側」として、ある時はユーロが売られ、続いてポンドが売られ、そして豪ドルが売られたというのが基本構図だろう。

こういった具合に考えると、肝心なのはなぜドルが買われたかということになる。それはやはり米金利の急上昇ということが大きかっただろう。米株はドル買いの前から上がっていた。米景気への見方はずっと強気論と悲観論の交錯が続いている。為替がドル売りからドル買いへ転換した前後での明確な変化はたった一つ、米金利が急低下から急上昇へ「急変」したことだけだといっても過言ではないだろう。

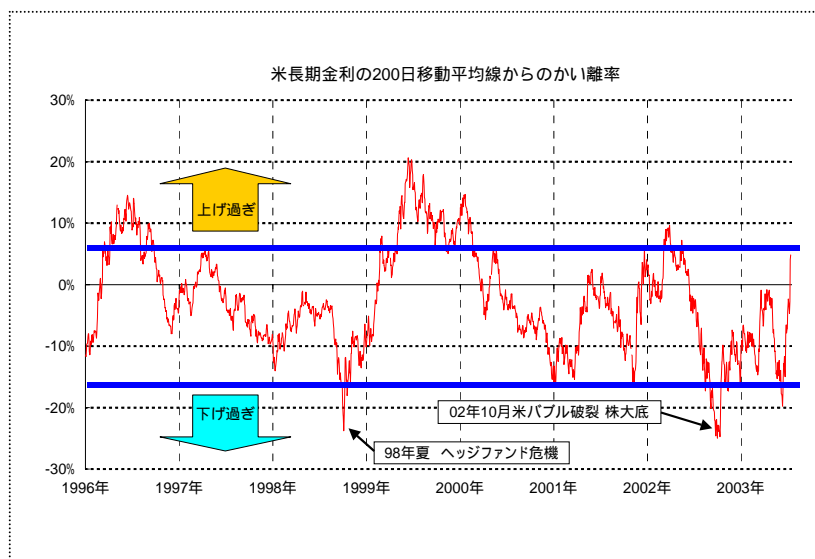
そして、「米金利上昇 = ドル買い」となると、欧州通貨、高金利通貨は軒並み急反落となったわけだ。こんな具合に見てくると、この構図は大変簡単で、「米金利低下 = ドル売り・その他通貨買い」が軸で、それが米金利上昇で逆流に転じたということだと思う。

一番肝心なことは何か

このように、為替にとってこれまで最も重要な要因は米金利だと思うわけだが、その米金利は6月25日FOMC（米公開市場操作委員会）前後に、長期金利（10年債利回り）が急上昇に急変した。

これについて、利下げ幅が0.5%ではなく、0.25%にとどまったことが原因との見方が少なくない。実際、グリーンスパンFRB（米連邦準備制度理事会）議長自身、7月15日に、「0.25%利下げだと長期金利上昇といった反応になるのはわかっていた」と答えている。

グリーンスパンは「大人」だと思う。私なら、なぜ0.5%利下げしなければ長期金利が反発してしまうのかわからない。市場が勝手に、0.5%もの大幅利下げしなければならぬほど米景気は悪い、悲惨だとしておいて、それに満足いく回答でなければ債券買いが耐えられなくなってしまったということではないか。要するに、行き過ぎた景気悲観論、過剰なデフレ懸念が、FOMCをきっかけに「自爆」したということだっただけではないか。



実際、200日移動平均線と米長期金利の関係を見ると、そんなふうに再認識せざるを得ない。米長期金利が3.1%まで低下した時、200日線からのかい離率は20%にも達していた。過去には98年夏、昨年9月など同かい離率が25%まで拡大したこともあったが、これらは「株暴落・債券急騰」局面

だったのに対し、今回の場合株価は高騰を続けていた。その中で債券上げ過ぎ、金利下げ過ぎはいかにも不自然だ。

こんなふうに見ると、米長期金利は下げ過ぎだったから、その修正で上がってきたということになるだろう。そしてそれは行き過ぎた景気悲観論の修正と連動していた。その上で、ドル買い戻し、欧州および高金利通貨の売り戻しに連動しただろう。

クライマックス、そして次の試練とは？

以上について総括すると、「米デフレ懸念 = 米金利低下 = ドル売り・その他通貨買い」という構図がこれまでの基本であり、7月にかけての動きはその修正だと思う。それでは今後の焦点は、この修正はまだ続くのか、それとも終わったのかということが一つ、そしてもう一つは、修正一巡後は再びデフレ懸念相場に向かうのか、それとも「リカバリー（景気回復）相場」へ転換するかということになるだろう。

前者、デフレ相場修正はすでに一段落したのだろう。米長期金利はすでに約1年ぶりで200日線を上回ってきた。下げ過ぎが修正され、「上げ過ぎ」に片足踏み込んだ形になっている。こんな具合に、デフレ相場修正一段落ということなら、この間の「米金利上昇 = ドル買い戻し・欧州および高金利売り戻し」の動きも論理的にはほぼ終了だろう。

問題はその後だ。デフレ相場が再燃するのか、それともリカバリー相場へ転換するのか。これまで見てきたことからすると、欧州および高金利通貨の復活もそれ次第だと思う。

デフレ再燃か、リカバリーへの転換か。私がどちらになると考えているかなど、きつと当てにならない。ただ私が何を注目しているかは参考になるだろう。近く予定されている講演などで私はそれを説明するだろう。

そしてもし、「リカバリーへの転換」となるようなら、ユーロや豪ドルなどが新たな試練にさらされるのはその時になると私は思う。

以上などから主要通貨の秋にかけての見通しは以下のようなになるだろう。

< ドル円 > 今年のドル高値 121 円を抜けるかが全てだろう。

< ユーロ円 > 購買力平価 134 円以上はユーロ割高圏で、円一段安まで越えないだろう。

< ユーロドル > リカバリー転換となれば、長期金利と同じ年初水準まで戻すだろう。

< 豪ドル円 > 米利上げが注目される来年以降までは急落もないだろう。