

6

外貨投資の

Part

鉄則



長期の「実質相場」で見極める

主要一三通貨の割安度・割高度

名目相場だけ眺めていては騙される。割安度は実質相場で見るときだ。竹中正治・龍谷大学教授、国際通貨研究所客員研究員に「一三通貨の現状を解説してもらおう。」(データ協力・国際通貨研究所)

外国為替相場には「長期法則」がある。ある国のインフレ率が趨勢的に高い場合、名目金利も高くなる。インフレとは物価全般の上昇であり、逆にいうと通貨の購買力(通貨の価値)の減少だ。そしてインフレによる通貨価値の減少は他通貨に対する交換レート、すなわち為替相場の下落につながる。これこそが外国為替相場を支配する長期法則だ。「高金利＝高インフ

レ通貨」為替相場は長期的には下落」なのである。

二つの通貨のインフレ率の格差に基づいた為替相場の理論値が「相対的購買力平価」(以下PPP相場)だ。市場の為替レート(名目相場)は、一年以内の短期あるいは数年間の中期では、PPPから大きく乖離することがある。しかし、乖離が広がるとPPPに回帰しようとする力が働く。

短期、中期で市場相場がPPPから離れて上昇、下落する要因はいくつもある。二国の景況格差や名目金利差の変化、対外収支不均衡、それにブームもその一つだ。

投資ブームの時期には、高金利通貨に投資してリターンを上げようとする(逆に低金利通貨は債務にして支払金利コストを下げようとする)投資家の行動自体が、高金利通貨を持続的に上昇させる。

ところがその結果PPPからの乖離が進むと、遅かれ早かれ市場相場はPPPに回帰する。つまり高金利通貨の下落が始まる。それまでのPPPからの乖離が大きいほど、また投資家の高金利通貨買い(低金利通貨売り)のポジションの累積が大きいほど、相場下落は急激かつ大幅なものになる。

外為市場は過去、そうしたブームとその破裂を繰り返してきた。巷に広く流布している「高金利通貨に投資すれば長期的には高い運用リターンが得られる」というのは「トンデモ論」にすぎない。

長期でレンジを形成する実質相場指数で判断

ブーム崩壊後の割安圏で投資をすれば、金利格差以上のリターンを上げられることになるが、相場の高値、安値のタイミングを予測

するなど不可能だ。無理な相談である。数年あるいはそれ以上の長期投資に徹する覚悟が必要だ。

では、為替レートの長期的な割安度、割高度を見るには、どうすればいいか? 普通の名目相場を眺めていても、さっぱりわからない。名目相場を二国のインフレ率で調整した「実質相場」で見えてくることである。

「インフレ率で調整する」とは、ある時点の名目相場がPPPから乖離している度合いを指数にして表示することを意味する。式はこうなる。「実質ドル円相場指数」起点時点の為替相場指数(100)×名目為替相場÷PPP。

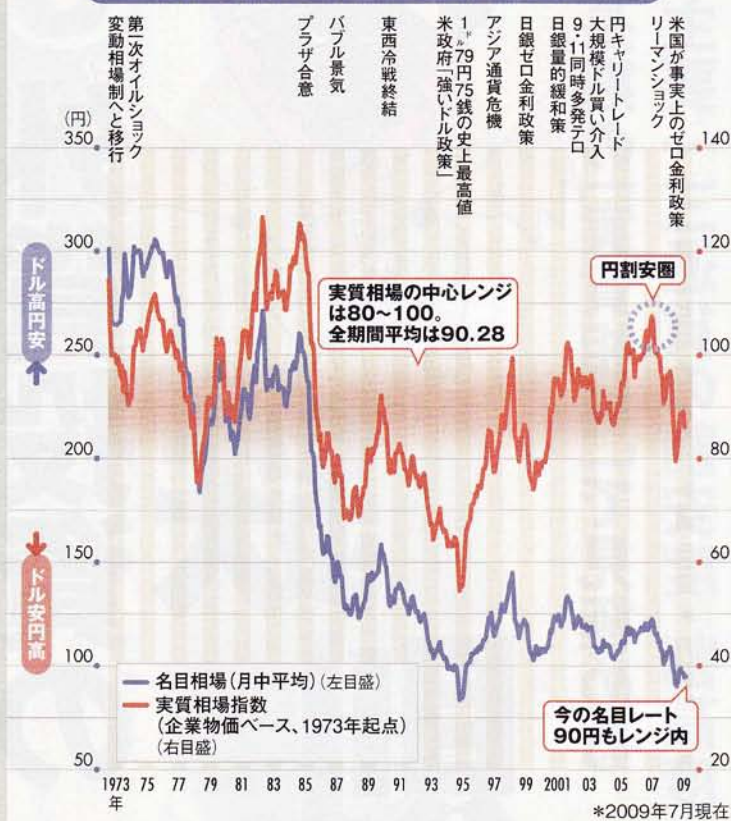
ある起点のドル円相場が1ドル200円で、10年後に1ドル100円になったとしよう。また、同じ10年で米国のインフレ指標は100から200になり、日本は100のまま不変だったとする。

この場合、起点の指数を100とすると、10年後の実質ドル円相場指数も100であり、スタート時点と変わらない。実質ベースでは、10年後の1ドル100円は10年前の1ドル200円と同じということになる。

それでは一三通貨の対円相場の現状を、この実質相場指数を通して概観してみよう。

ドル円レートの水準を見極める

ドル円の実質相場と名目相場



ドル円の購買力平価(PPP)と名目相場



*国際通貨研究所作成



ドル円

一ドル九〇円でも 実質指数では レンジ内の動き

DATA

米国

政策金利	0.00~0.25%
物価上昇率	0.0%(7月、前月比)
経済成長率予想	2009年▲2.7%
	10年 1.5%

日本

政策金利	0.10%
物価上昇率	▲2.4%(8月)
経済成長率予想	2009年▲5.4%
	10年 1.7%

*予想はIMF10月予想(以下同)

まずドル円相場を見てみよう。一九八〇年代後半以降、ドル円相場は企業物価に基づいたPPPと輸出物価PPPに挟まれたレンジを中心に上下動してきた。左下のグラフのとおりだ。これを左上の

実質相場指数で見ると、八〇〜一〇〇が中心レンジとなっている。ゴルフでいえばフェアウェイだ。名目相場の一ドル一〇〇円は実質相場指数では九〇でレンジのほぼ中心、現在の一ドル九〇円だと「ド

相場指数は一〇〇を超えていた。ドル相場が割高圏であり、「ドルを買ってはいけな」水準だったこともわかる。後で見ると、この時期の他の高金利通貨の割高(円の割安)

もまったく同じで、この局面で高金利外貨投資を続けていた人は、住宅価格のさらなる上昇を信じて住宅投資をしていた米国の投資家と同じようなものだ。

述のとおり、為替相場には「高金利(高インフレ)↓

通貨価値の下落→為替相場の下落」という法則がある。むしろ、日米についても当てはまる。

七七〜〇八年の期間の一〇年物国債利回りは、米国債七・五%に対して日本国債四・四%、日米金利格差は三・一%だった。これは同じ時期の日米インフレ格差約3%を反映したものだ。

一方で、同じ時期のドル相場は円に対して年率平均3%下落した。つまり金利格差は長期的には為替相場の変化で相殺されることを示している。これを「金利平價原理」と呼び、PPPと並ぶ為替相場の長期法則である。ドル相場の割高圏で米国債を買えばリターンは円金利以下かマイナス、ドル相場の平均値で買ってもリターンは円金利と同じにすぎないわけだ。

なお、PPPも実質相場も算出するためある時点と起点にする必要がある。いつを起点にするかでグラフの形状や指数の水準が異なってくることは要注意だ。

バラつくドル円の動きと金利差

日米の短期金利差とドル円相場



日米の長期金利差とドル円相場



→金利差拡大(縮小)で高金利通貨上昇(下落)
→金利差拡大(縮小)でも高金利通貨下落(上昇)

*国際通貨研究所作成

評価されている時点を起点にする
と、PPPも過大評価されたもの
となる。市場相場がPPPを下回
っている、それは市場の過小評
価、割安を必ずしも意味しない。
ドル円では、変動相場制に移行
した七三年が偶然、日本の経常収
支がおおむね均衡していた年でも
あり、本試算では七三年を起点に
している。

**ドル相場下落は
米凋落の前触れではない**
マーケットでは目下、ドル安の

基調が続いている。
米国の経常収支赤字が続き、○
八年末の対外純債務(対外債権か
ら債務を引いた金額)は三・五兆
ドル、GDP比二四％に達している。
このままだと海外の投資家が投資
を引き揚げ、そのときには米国の
債券、株、ドルが揃って暴落する
危機に陥るのではないかと心配す
る向きもある。
だが、必ずしもそうはならない。
米国の貿易収支、経常収支とドル
相場は短期的な関係は薄い、中
長期的には深くかわっている。

経常収支赤字が拡大、対外純債務
が累積し、その時々の上限に達す
ると、ドル相場は下落し、三年ほ
どのタイムラグを伴って経常収支
赤字の調整が進む。

○六年に経常収支赤字はGDP
比六％のピークに達し、その後は
ドル相場の下落に遅れながらも経
常収支赤字は縮小。○九年第2四
半期では二・八％まで縮んだ。

米 国の対外純債務は世界最大、
対外負債は○八年末で二三
・四兆ドルであるが、対外債権も世
界最大で一九・九兆ドルある。

しかも対外債権の総合投資リタ
ーンは米国に有利だ。過去二〇年
実績で対外投資リターンは九・三
％、対外負債は五・三％と四％の
開きがある。このリターン格差が
今後も続くとなると、年間約六一
〇〇億ドル(現在の名目GDPの四
％以上)の対外投資総合収益が貿
易赤字を相殺することになる。

貿易収支、経常収支が黒字にな
らなくても、赤字がある程度縮め
ば、米国の対外純債務が縮小する
ことは可能となるわけだ(より詳
しくは『これから10年 外国為替
はこう動く』を参照)。

ドル相場下落が、トリプル安
や米国危機シナリオにつながるわ
けでないことは、十分に注意して
いただきたい。

用語解説

購買力平価

ハンバーガー一つが米国で二ドル、日本
で二〇〇円であれば一ドル一〇〇円で、ド
ルと円はハンバーガーに対して同じ購買
力を持つことになる。つまり、購買力平
価は一ドル一〇〇円だ。こうして計算さ
れる購買力平価を絶対的購買力平価と呼
ぶ。しかし、現実には国によって供給、
消費される商品(財とサービス)群は異
なる。貿易の対象にならない商品も多く、
絶対的購買力平価の正確な計算は事実上
困難だといえる。

「絶対的」でなく、「相対的」な購買力平
価もある。ある時点のドル円相場が一ド
ル二〇〇円、一〇年後に米国のインフレ指
数は一〇〇から二〇〇になり、日本のそ
れは一〇〇のまま不変だったとすると、
ドルはインフレで購買力が半減する一方、
日本円の購買力は変わらない。

そして次の計算式で一〇年後の購買力
平価は「ドル一〇〇円」と計算される。本
文、図表の購買力平価(PPP)はすべ
てこの相対的購買力平価である。

相対的購買力平価＝起点時点の為替相場
×自国のインフレ指数÷外国のインフレ
指数

消費者物価、企業物価、輸出物価など
指標次第で異なったPPPが算出できる。
ただし複数のインフレ指標が長期で計測
公開されているのは先進諸国のみであり、
途上国通貨については信頼できるPPP
の算出が困難な場合が多い。



名目レートの 一三〇円前半は ユーロ割高圏内

DATA

ユーロ圏

政策金利	1.00%
物価上昇率	△0.2%(8月)
経済成長率予想	2009年 △4.2%
	10年 0.3%

ユーロ円相場の軌跡は、ユーロの対ドル相場の上下動に、二〇〇〇年代の円売りキャリートレードのブームによる全般的な円安とその崩壊（円急騰）の波を合体したものとされている。

欧州統合通貨ユーロの相場は一九九九年の発足からまだ一〇年の履歴しかなく、ドル円ほど実質相場指数による大局的な相場上下動の中心レンジを鮮明に描けるわけではないが、二〇〇〇年の対円で一〇〇円割れは割安圏、一方で〇八年前半の一六〇円超えは割高圏だったといえる。ユーロの対ドル相場と同様だ。

〇八年後半からの急落でいったん一二〇円割れの水準まで落ちたが、九九年を起点としたPPPの水準までは下落せずに、持ち直した。現在の一三〇円台前半の名目相場はユーロスタート時点とほぼ同じ水準だが、実質で見るとややユーロ割高圏にある。

九〇年代以前の為替相場は総じて、対円、対欧州通貨共に程度の

違いはあっても、対ドルに連動して上下動を繰り返す傾向が強かった。ところが九〇年代後半以降の円売りキャリートレードの世界的な蔓延は、対ドル中心の相場のパターンに変化をもたらした。

世界

世界の投資家層がリスク資産のポジションを拡大する局面では、金利差獲得を狙った円売り・高金利通貨買いで円安が進む（九六〜九八年、〇五〜〇七年）。反対に、金融危機や投資ブームの破裂によって投資家のリスク許容度が低下するときには、累積した円売りポジションの巻き戻し（円買い）で一気に円高になる（九八年後半、〇八年後半）、という動きだ。

今後のユーロ円相場も、趨勢的なインフレ格差を反映し金利格差が持続すると考えられ、こうした円キャリーの膨張と破裂の波を繰り返すことになろう。現状のPPPで判断する限り、一三〇〜一四〇円以上は「ユーロ割高」と見られる。投資を増やす相場ではない。

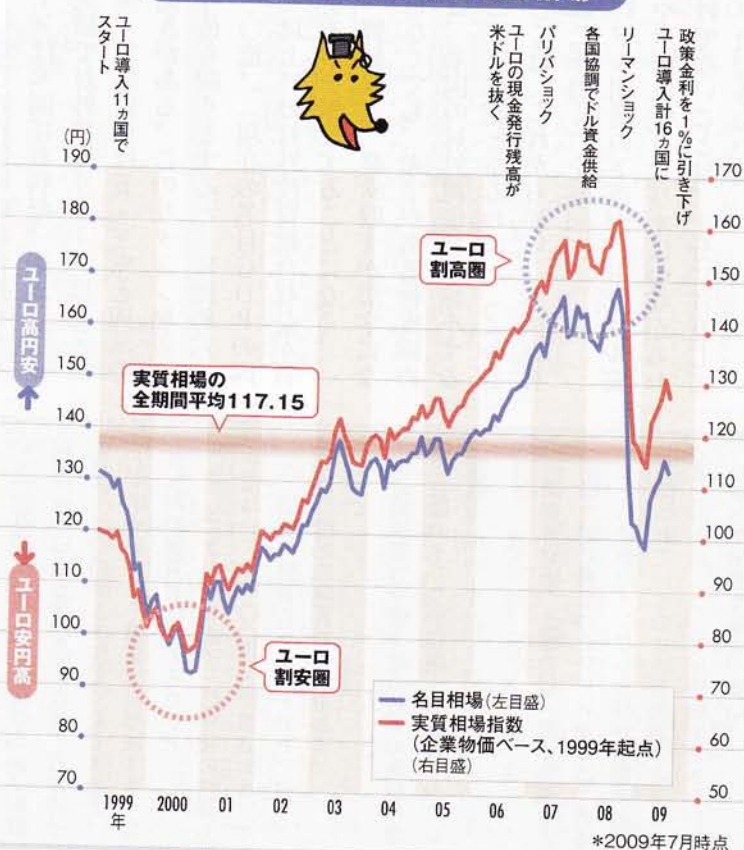
ユーロ円の購買力平価と名目相場



長期金利差とユーロ円相場



ユーロ円の実質相場と名目相場



* グラフデータはすべて国際通貨研究所作成

ユーロドル

為替相場の主軸へア 一・五ドルは 割高圏の評価



ドルとユーロの相場は、世界の諸通貨相場の中軸である。

これまでの履歴が浅く、ドル円ほど実質相場のレンジは明瞭ではないが、発足後の一九九九〜二〇〇一年の下落局面（一・四〜一・五ドル割れ）は購買力平価をかなり下回る水準だったといえる。

この時期のユーロ下落については、米国に対する欧州の景況感の劣後や発足もないECBへの信認の不安定さなどが理由として当時語られたが、後講釈の感否めない。九〇年代末から二〇〇〇年代初頭にかけて欧州から米国への投資フローがネットが増えており（ドル買い・ユーロ売り）、こうしたマネーフローの変化に対応した相場だったのは事実だ。

一方、実質実効相場ベースで九〇年代から長い上昇基調をたどった米ドルは〇二年にピークをつけた。ユーロはドルからの分散投資を志向する世界の官民投資家の対象となった。

しかし、それにしても〇八年の一・五ドル超えの相場水準は対ドルでかなりの割高圏であったことはPPP図からも明らかだ。当時、欧州の多くのエコノミストも一・五ドル超えはユーロの過大評価だと判断し、この時点で一・四ドルに向けたユーロ安を予想していた。

その後、〇八年後半の世界金融危機によって、ユーロ高の調整は一気に起こり、一・六ドル手前の高値から一・三ドル割れまで急落した。

ただし、ユーロの相場急落でも九九年起点のPPP図で見ると、PPPの水準までは戻り切らなかった。一・二ドル台で底を打ち、足元では一・四ドル台に上がってきている。米国の対外投資（ドル売り・非ドル買い）の再開など、世界のマネーフロー回復を反映した結果でもある。

ユーロが将来米ドルに取って代わる基軸通貨になるという議論もあるが、エコノミストの多くは「近未来の出来事」としてとらえてはいない。

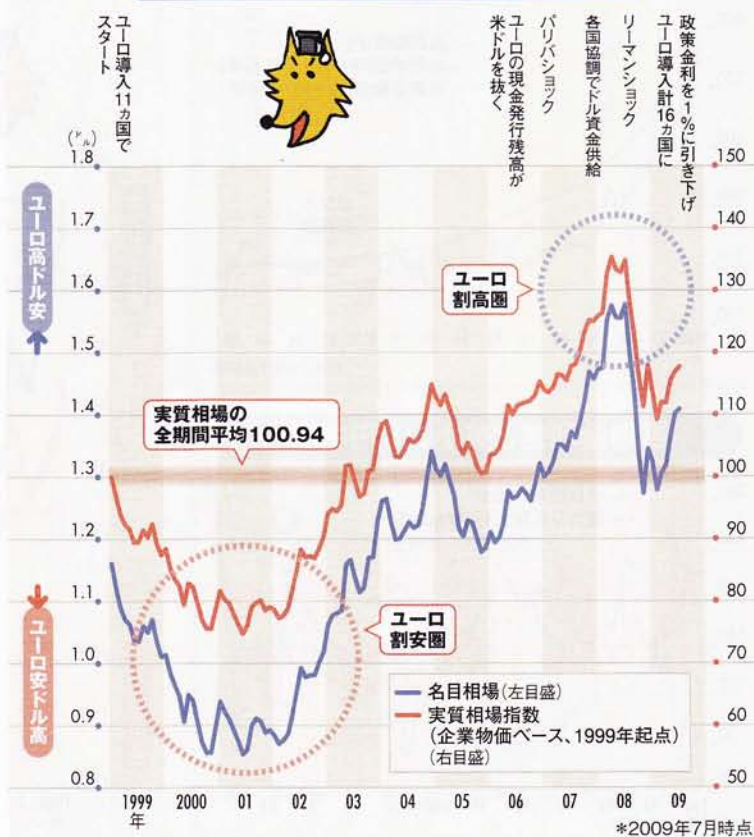
ユーロドルの購買力平価と名目相場



長期金利差とドルユーロ相場



ユーロドルの実質相場と名目相場



* グラフデータはすべて国際通貨研究所作成



ポンド円

実質相場の平均は 名目レートで 一ポンド一五〇円台

DATA

英国

政策金利	0.50%
物価上昇率	1.6%(8月)
経済成長率予想	2009年 ▲4.4%
	10年 0.9%

一般には「国力が衰えると通貨相場も下落する」という勘違いが根強い。その先入観を支持しているように見える通貨が、この英ポンドだろう。名目相場は一九八〇年の五〇〇円台から九〇年代初頭には二〇〇円を大きく割る水準まで下落した。

しかし、こうした下落トレンドもPPPが示すとおり、インフレ率の相対的な高さを反映したものだ。「国力」を持ち出す必要はない。

ところが、二〇〇〇年代に入って「異変」が起こった。一六〇〜一七〇円程度だった英ポンドが持続的な上昇トレンドをたどり、〇七年には二四〇円台まで高騰したのである。マスメディアでは「英国経済の復活」「国際金融都市ロンドンの競争力の強さ」などが注目されるようになった。

しかし、実質相場で見れば二〇〇〇円を超えた高騰がいかにも購買力平価から乖離した割高(過大評価)なものであったかわかる。

当時のロンドンには過大評価(リスクを過小評価)された米国の証券化商品を世界中に売りさばく機能の一翼を担い、また同時に英国内では住宅バブルが起り、高金利につられた投資資金の流入に支えられた投機熱が蔓延していた。

結局、米国発の金融危機の勃発とともにポンド円相場は下落を始め、〇九年一月には九五年以来一四年ぶりの最安値を更新、一一八円台を付けた。この水準は実質相場指数ベースで見ても割安な水準であり、実際に名目相場も反発して一四〇〜一六〇円の水準に戻っている。

英ポンドは対ドルにおいても、量的緩和、財政赤字拡大などの懸念材料に押されて、売りポジションが積み上がっていた。ポンド反発ドル安の動きには、その巻き戻しも影響していると考えられる。

八〇年以来的実質相場の平均値は指数で八四であり、現在の名目相場だと一五〇円台前半の水準がこれに対応している。

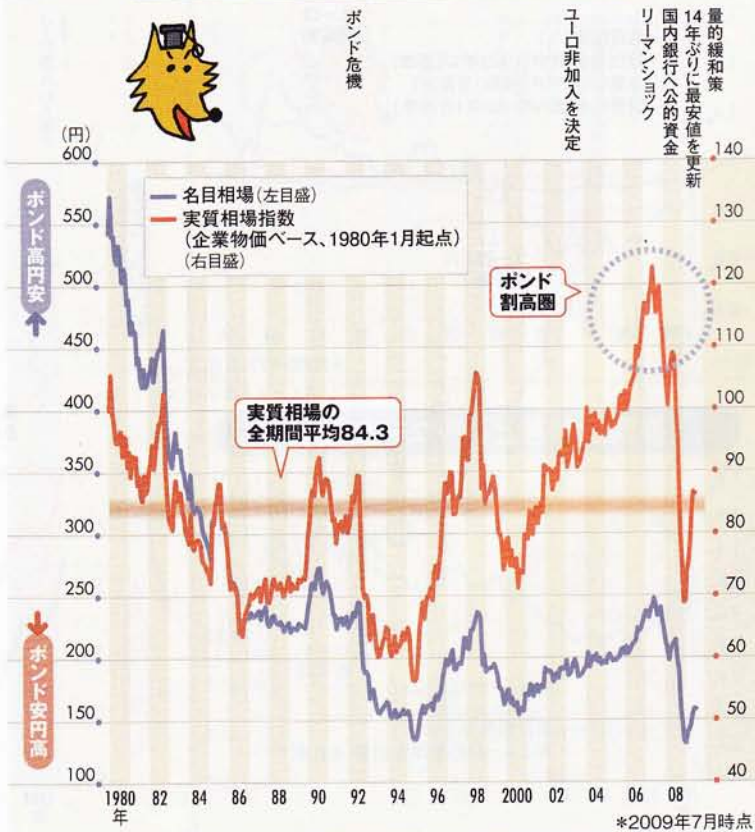
英ポンド円の購買力平価と名目相場



長期金利差と英ポンド円相場



英ポンド円の実質相場と名目相場



*グラフデータはすべて国際通貨研究所作成



豪ドル円

アイドルの人気通貨 過去二〇年の中心は 一豪ドル七〇円台前半

DATA

オーストラリア

政策金利	3.00%
物価上昇率	1.5%(4~6月)
経済成長率予想	2009年 0.7%
	10年 2.0%

豪ドルは「資源国通貨」の代表格。国際商品価格との連動性が強く、世界景気回復期待などマーケットのセンチメントが色濃く反映される。この豪ドルは昔から高金利通貨投資愛好家の「アイドル」であった。ただし、このアイドルは悪女的な値動きを見せてきた。

名目相場の変動を見ると、一九八〇年代の後半には、二〇〇円超えの水準から一気に一〇〇円前後まで半値に暴落した。このときは米ドルの下落につられた面もある。その後、豪ドル円は中規模の上下動を繰り返した後、九〇年代後半や二〇〇五年以降、代表的な高金利通貨として投資家の超人気アイドルに返り咲いた。その結果、実質相場指数でも八〇年代前半の水準まで高騰した。

〇五年以降のブーム局面では実質金利差が低水準にあったにもかかわらず、為替相場のみが上昇している。このため、PPPから著しく乖離し、割高となった。

〇七年夏以降のサブプライム危

機の勃発とドル金利低下によって米ドルは下落し始めたが、豪ドルは小反落しながらも高値圏を維持した。円との金利差が比較的持続していたことに加え、世界的な資源価格高騰の動きが、投資家の買いを最後まで引きつけた。

実

際、東京金融取引所の「くりつく365」が公開している売買残高動向を見ると、〇八年夏に向けて豪ドル買い残高が一段と増えてきていた。

そこに起こったのが、リーマンショックと「アイドルの大失踪」といふべき暴落劇だ。一〇〇円台から五〇円台まで暴落した。

実質相場指数で見ると、八〇年代の平均値は七〇近辺となっている。現在の名目レートでは一豪ドル七〇円台前半の相場がその水準に対応している。

豪ドルはブーム・アンド・バーストを繰り返してきた。世界景気の回復期待が持続し、再び資源価格の上昇圧力がかかる局面では、人気も復活しそうな気配だ。

豪ドル円の購買力平価と名目相場



長期金利差と豪ドル円相場



豪ドル円の実質相場と名目相場



* グラフデータはすべて国際通貨研究所作成

NZドル円の実質相場と名目相場



長期金利差とNZドル円相場



NZドル円の購買力平価と名目相場



豪ドルと対をなすオセアニアの高金利通貨。対円の相場推移の形状は、名目も実質も豪ドルと近似している。一九八〇年以降の実質相場の平均値は指数で七八であり、現在の名目相場では六〇円弱の水準がこれに対応している。問題は国の経済規模を反映して為替市場の規模も小さい点だ。投機的な売買で短期的に揺さぶることができる面

があり、筋のよくない投機筋のターゲットになることもしばしばだった。値動きが荒い通貨としても知られる。その結果、FX取引などで指値のストップロス注文（逆指値注文、ある水準に相場が下落したら売る注文）を出しても、指値からかなり離れた相場でしか成約できずに、損失が広がる事態も起こりやすい。



NZドル円

実質相場の中心は
六〇円台弱となる
キウイ(NZ)ドル

DATA

ニュージーランド

政策金利	2.50%
物価上昇率	1.9%(4~6月)
経済成長率予想	2009年 ▲2.2%
	10年 2.2%

加ドル円の実質相場と名目相場



長期金利差と加ドル円相場



加ドル円の購買力平価と名目相場



カナダドルも二〇〇〇年代に入ってから高騰の著しかった高金利通貨である。〇七年に一度ピークを打つが、〇八年前半までは「資源国通貨」の一角として、高値からの下落率は比較的小さかった。豪ドルと同様である。原油価格が高騰するなかで、カナダが埋蔵する莫大なオイルサンド資源などが相場の材料となっていた。

しかし実質相場で見れば、当時の一〇〇円を大きく超える相場は、過去の趨勢的な水準からかなり過大評価された水準であった。結局、〇八年夏以降、他の高金利通貨と並んで急落した。一九八〇年以降、三〇年間の実質相場の平均値は指数で八五、現在の名目相場でいえば八〇円前後の水準がこれに対応している。



加ドル円

三〇年間の平均は
今の名目レートで
八〇円前後の水準

DATA

カナダ

政策金利	0.25%
物価上昇率	1.8%(7月)
経済成長率予想	2009年 ▲2.5%
	10年 2.1%

* グラフデータはすべて国際通貨研究所作成

南アランド円の実質相場と名目相場



南アフリカ共和国のインフレ率は高く、長期で名目相場の推移を示すと相場のケタ値が大きく変わってしまう。そのため左上図では名目相場の目盛は対数目盛（一〇進法で一ケタ上がると一目盛上がる）で表示してある。

名目相場の過去の大きな下落にもかかわらず、実質相場が一九八〇年代以降、指数で六〇近辺を中心とした上下

長期金利差と南アランド円相場



動に収斂していることは、長期的には購買力平価への回帰が起こっている証左でもある。

ただし、発表されるインフレ指標の信頼度に懸念がある。

南アランド相場が日本の投資家の高金利通貨投資の対象となったのは比較的近年のことだ。FX取引などでそれまでの「並の高金利通貨」銘柄に飽き足らなくなったプレーヤーが「超高金利通貨」として手を染めるようになった。ただし市場は小さく、短期的な値動きは時に荒くなり、売買幅も相対的に広い（取引コストが高い）。相場が荒れると値が付かない事態も起きるので要注意だ。



南アランド円

高インフレの
「超高金利通貨」
流動性にも不安

DATA	南アフリカ共和国
政策金利	3.00%
物価上昇率	6.9%(6月)
経済成長率予想	2009年 ▲2.2%
	10年 1.7%

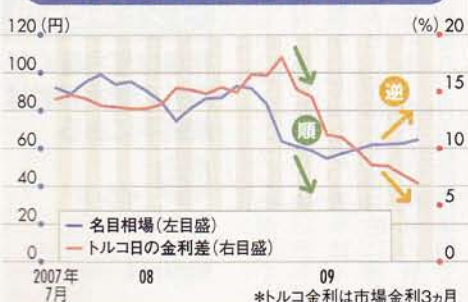
トルコリラ円の実質相場と名目相場



インフレ率は過去きわめて高く、名目相場は対円でも対ドルでも一九九〇年代まで著しく下落してきた。通貨相場のケタ値が大きく変動しているため、名目相場の目盛は対数表示にしてある。

二〇〇〇年代に入ってから歴代政権はインフレ抑制に失敗、リラの暴落を招いた。インフレで価格表示のケタが大きくなり過ぎたため、〇五年一月

金利差とトルコリラ円相場



トルコリラも、日本の投資家の高金利通貨投資の対象となったのは、FX取引を通じてであり、〇四年以降高金利通貨の中でも最もエキゾチックな銘柄として買われた。

対数表示グラフになっているので足元の名目相場の変動がわかりにくい、〇七年一二月、〇八年一二月の一年間で四〇%前後急落している。南アランドと同様の問題を抱えている。



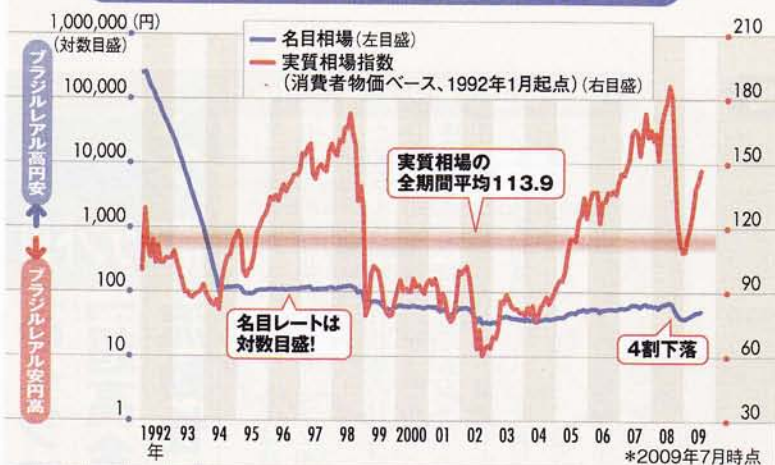
トルコリラ円

〇五年にデノミ実施
高金利通貨の中で
最もエキゾチック

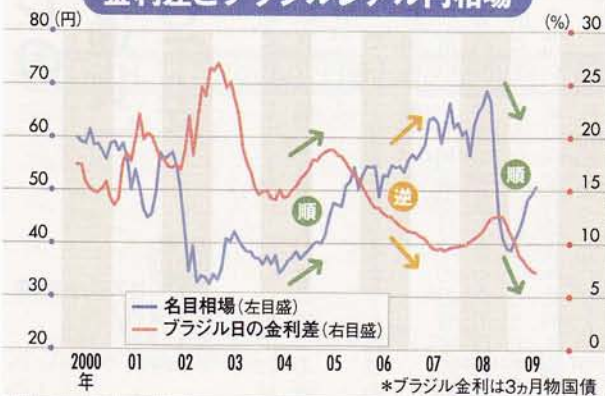
DATA	トルコ
政策金利	7.25%
物価上昇率	5.7%(6月)
経済成長率予想	2009年 ▲6.5%
	10年 3.7%

*グラフデータはすべて国際通貨研究所作成

ブラジルレアル円の実質相場と名目相場



金利差とブラジルレアル円相場



BRICsの一角をなす資源国。一九九〇年代前半までは放漫な財政・金融政策の結果、ハイパーインフレ体質で名目相場もケタ違いの下落を繰り返してきた。そのためブラジルレアルの名目相場は、

南アランド、トルコリラなどと同様、対数目盛グラフである。九〇年代半ばから財政・金融政策面での改善が進み、相場は対ドルでいったんは安定化した。しかし、九七―九八年のアジア通貨危機の余波で九九年に通貨危機を起こし、再び急落している。切り下げ圧力が衰えないなかで通貨防衛に当たっていた当局は、変動相場

ブラジルレアル

ハイパーインフレの脆弱体質は解消も高値圏に迫る

DATA

ブラジル

政策金利	8.75%
物価上昇率	0.15%(8月)
経済成長率予想	2009年▲0.7%
	10年 3.5%

制へ移行、レアル下落を容認することで混乱沈静化を図った。実質相場指数が示す九九年の急落がこのときのもの。名目レートでももちろん急落しているが、対数目盛のためわかりにくい。その後二〇〇三年に就任したルラ大統領とその政権は、当初労働組合系左派政権と目され、投資家や金融機関の不安が台頭したが、当初の不安をぬぐうように財政・金融の健全化が推進され、経済と政策運営のファンダメンタルズは整ったと評価されている。現 在でもレアルの金利は高く、インフレ率も相対的に高いとはいえず、九〇年代前半までのようなハイパーインフレ体質は解消したと考えられている。〇八年のリーマンショック後の混乱局面では、レアルの対円名目相場も〇七年一二月から〇八年一二月にかけて四〇％前後下落したが、今年に入ってから目立って反発している。〇九年七月時点で〇八年一二月比約三〇％の上昇となっている。商品を含めたリスク資産への資金流入の動きがレアルの名目相場を押し上げている格好だが、実質相場指数で見ると過去の二度の高値に近づけば、その後の相場反落のリスクが高まると考えられる。

インドルピー円の実質相場と名目相場



* グラフデータはすべて国際通貨研究所作成

インドもかつてインフレ率が高く、ルピーは対ドル、対円共に速いテンポの下落基調をたどったが、近年はインフレ率、ルピー相場とも相対的に落ち着いてきている。ただし、内外の資本移動が規制され、自由変動相場制でないことは中国と同様である。インフレ指数データは中国に比べ整備、公開されているが、実質相場指数で割高・割安を十分に判断できる条件は整っていない。金融規制緩和が段階的に進められてきたが、今回の経済危機を受けて緩和慎重論が台頭している。

インドルピー円

相場は落ち着くが内外の資本移動は規制下にある

DATA

インド

政策金利	4.75%
物価上昇率	3.65%(6月)
経済成長率予想	2009年 5.4%
	10年 6.4%

人民元の実質相場と名目相場



人民元については消費者物価の指数すら公表されておらず、対前年同月の変化率が公表されるだけである。その結果、正確なPPPも実質相場指数も算出できないのが実情だ。公表データの信頼度に

人民元

相場は落ち着くが
内外の資本移動は
規制下にある

DATA

中国	
政策金利	5.58%
物価上昇率	▲1.2%(8月)
経済成長率予想	2009年 8.5%
	10年 9.0%

も懸念がある。

左のグラフは公表された対前年同月比の消費者物価指数の変化率から推測したものである点に注意していただきたい。

対円の名目相場は、一九八一年の一人元一三〇円前後の水準から九五五年の一〇円台まで、急速かつ大幅な人民元の下落基調をたどった。その後はおおむね一一〜一六円のレンジで推移している。

実質相場指数は九四年を起点にすると上昇トレンドにあるが、これはその後の人民元が「割高」であることを意味しない。起点の相場が過小評価された水準である可能性が高いためだ。

ドルでも、名目相場は建国以来下落を続けてきたが、二〇〇五年七月に初めて対ドル相場を切り上げ、以後穏やかな対ドル上昇を受け入れてきた。

〇四年頃から貿易黒字の急増で人民元への対ドル相場の上昇圧力が強まった局面では、中国政府（人民銀行）は莫大な人民元売り・ド

ル買いの外為市場介入で、人民元相場の上昇速度を抑制している。

この結果、外貨準備は二兆ドルを超える規模に膨張。介入で供給された人民元が国内で過剰流動性を生み、不動産や株式のバブルを生んでいるとの指摘もある。

為替介入を減らし外為市場を自由化すれば、貿易黒字が生み出す人民元買い圧力によって、対ドルでも対円でも人民元高は必至だ。輸出産業への打撃を避けるために、介入政策を当面緩める気配は見られない。

中国居住者の対外投資（人民元売り）の規制を緩和、自由化することにより、外為需給を均衡化する策も選択肢としてありうる。だが、内外の資本移動を自由化すれば、海外マネー流入が国内の資産バブルを過熱させるリスク、逆に一斉逃避で劇的なバブル崩壊になるリスクがある。

資本移動の自由化に抑制的な政策が当分続きそうである。



ロシアルーブル円の実質相場と名目相場



ソ連崩壊後、また一九九八年ロシア危機でのルーブル相場の暴落が激しく、名目相場は対数目盛で表示してある。二〇〇〇年代に入って相場は落ち着き始め、〇八年前半までの原油価格の高騰局面では、主要産油国ということでルーブル相場も実質ベースで急騰した。ただし〇八年後半の原油価格の急落でルーブルも急落し、国際資源価格相場に翻弄される展開をたどった。今後においても、原油を中心とする国際資源価格の動向に強く左右される展開が予想される。

ルーブル円

原油価格上昇で
実質指数も急騰
今後は原油次第

DATA

ロシア	
政策金利	10.50%
物価上昇率	11.9%(6月)
経済成長率予想	2009年 ▲7.5%
	10年 1.5%

*グラフデータはすべて国際通貨研究所作成