

経済レビュー

為替相場変動要因の整理と経常赤字化→円安論の検証

【要旨】

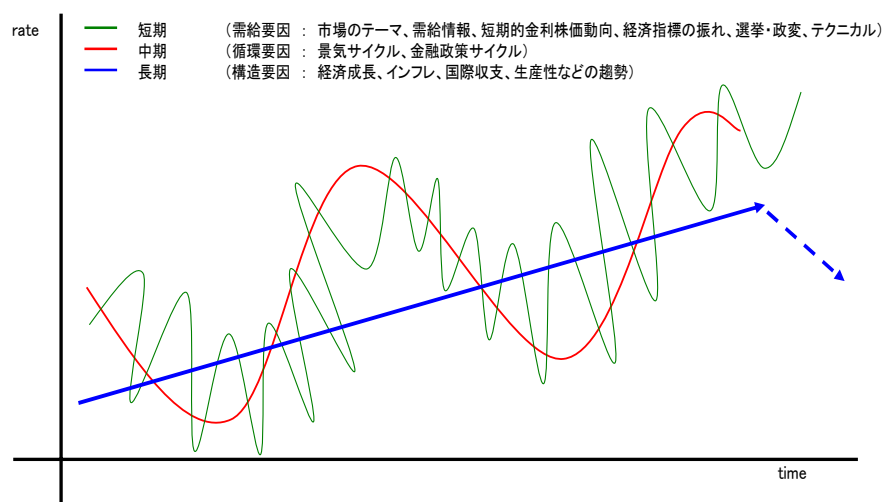
- ◇ 為替相場の変動構造は短期、中期、長期の時間軸から成るが、このうち理論的説明が当てはまり易い中期と長期の時間軸に焦点を当てた。
- ◇ 為替相場の長期趨勢は、インフレ率の趨勢、すなわち購買力平価が重要な決定要因。時間軸は以下で説明する 2～3 年の中期サイクルを内包した 5 年以上のものとなる。
- ◇ 中期サイクルは、グローバル景気や米 FRB など金融政策サイクルに対応した 2～3 年のもので、その中心はドルサイクル。
- ◇ グローバル景気拡大局面で上昇する景気敏感通貨の地位は、時代環境や各国ファンダメンタルズによって入れ替わるとみている。00 年代半ば以降、円はこの地位をユーロや資源国通貨などに取って代わられた。
- ◇ 中期サイクルなど為替変動に大きな影響を与えているのは、金利もさることながら、金利の背後にある当該国の将来の成長期待などを表す趨勢的プレミアム。
- ◇ この趨勢的プレミアムは 90 年代から 00 年代にかけてドル、円では低下し、ユーロ・豪ドルでは上昇。後者は金利高が成長期待ゆえのものと捉えられ、為替が上昇し易くなっている。
- ◇ 日本の将来を考えると、人口減少による IS バランスの変化で本邦経常収支が赤字方向へ転換することの円相場への影響を考えると、まずインフレ圧力から長期趨勢的に円安圧力がかかり易くなる。
- ◇ 一方、海外資本への依存度上昇で金利上昇圧力がかかる。これが好感されて円高要因となるか、嫌気されて円安要因となるかは、時代環境、ファンダメンタルズを背景にした趨勢プレミアムの動きに依存するが、日本経済の現状に鑑みると、嫌気される可能性が相対的に高い。

ドル円相場は今年に入って 80 円台での推移が定着、1995 年 4 月につけた変動相場制移行後の最高値（79 円 75 銭）への到達を窺う情勢となっているが、将来的には人口減少によるマクロ的貯蓄率のマイナス転換、IS バランスの変化から本邦経常黒字が経常赤字へ転換し、円相場には下落圧力がかかる可能性が指摘されている。一方、例えば 00 年代以降の豪ドルの歴史的な上昇が、この間同国の大幅な経常赤字拡大、対外純債務残高増加と並行的に進んで来た事実を鑑みれば、経常赤字拡大が単純に当該通貨の下落につながるとは限らない。以下では為替相場の変動要因を整理した上で、将来的な本邦経常収支の赤字転換が、円安に結びつく場合のメカニズムについて考察した。

1. 為替相場変動要因の整理

本稿では為替相場の変動が、第 1 図のように短期、中期、長期の動きから成るという前提の下で議論を進めて行くが、このうち市場の需給などが変動要因となる短期の時間軸を除き、より理論的説明が当てはまり易く、経常収支赤字化の円相場への影響を分析するのに有用な中・長期に焦点を当てる。

第 1 図；為替相場変動の構造

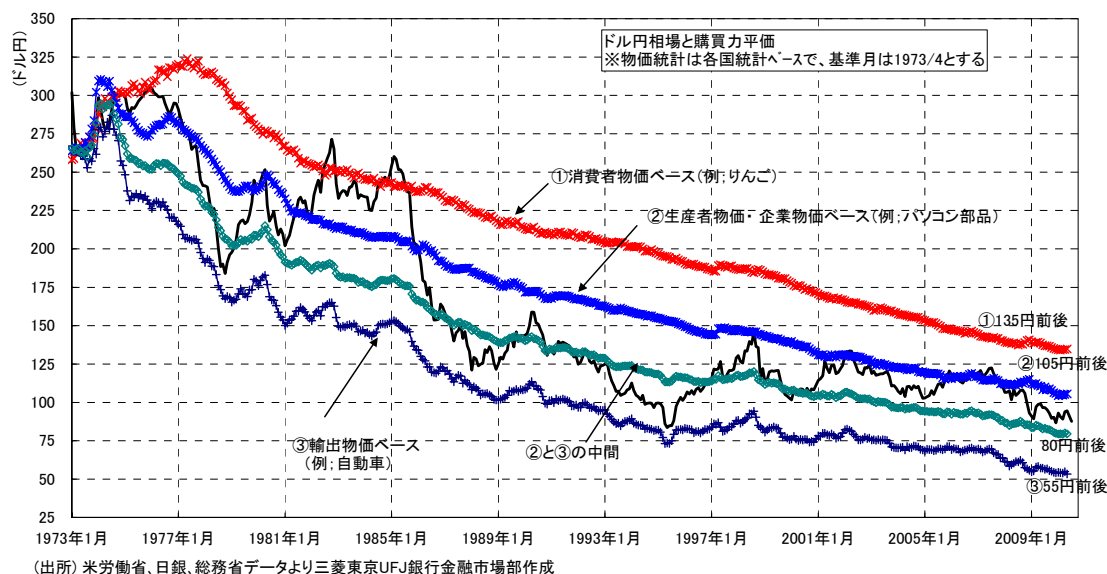


(1) 為替相場の長期趨勢

為替相場の長期趨勢とは、次項で説明する 2～3 年の中期サイクルを内包するもので、時間軸としては 5 年以上のものとなる。この時間軸で為替相場に影響を与えるのは、貨幣の根源的な存在意義であるモノとの交換手段としての機能に基づくもの、すなわちインフレ率の趨勢である。ある国のインフレ率が他国に比べ相対的に高い場合、輸出競争力が低下するため経常収支悪化圧力が徐々

に累積、当該国の為替相場が趨勢的に低下して調整が行われる。為替相場の購買力平価に沿った趨勢的な動きがこれに該当する（第2図）。マネーフローと違いモノの裁定取引は各種摩擦要因などから長い時間を要し、2～3年程度の中期サイクルの時間軸では本来インフレ率格差の趨勢は為替相場に顕著な影響は及ぼさないと考えられる（2～3年程度では為替相場が逆行する場合が多々あり）。

第2図；ドル円購買力平価

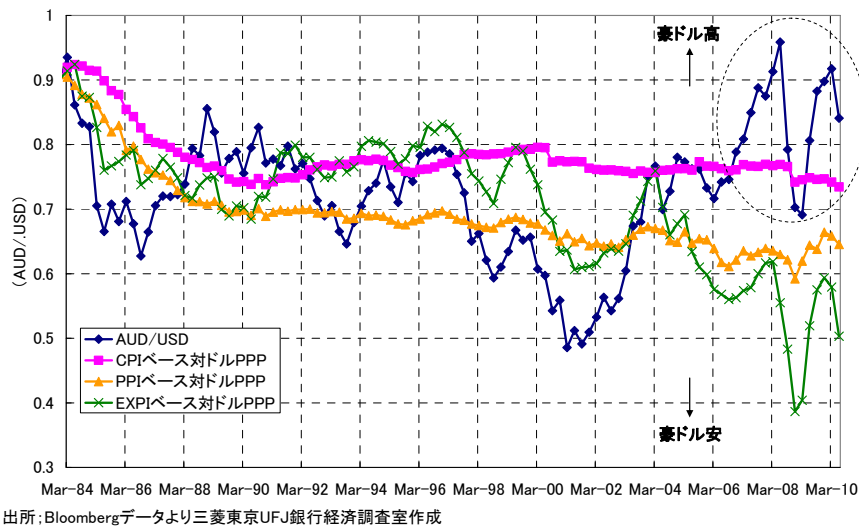


もともと、購買力平価は、為替相場の長期的な趨勢を考える上で参考になるが、完全な指針にはならない。インフレ率のみでモノの競争力が決まって裁定が行われるということは、モノの「品質」が相対的に変化しないことが暗黙の前提となるが、現実には全く変化が起きないことは無いだろう。ある国の輸出品の品質が相対的に向上して需要が増加すると、長期的に購買力平価が示す方向よりも当該国の通貨が高くなる方向に推移すると考えられる¹。この典型的な例が、2000年以降の豪ドルの推移である。第3図は、豪ドルの対米ドル相場の購買力平価だが、2000年以降購買力平価の趨勢よりも豪ドル高方向に推移している。世界的な資源ブームにより豪州の輸出品である資源に対する需要が増加したことがその背景である²。

¹ すなわち実質為替相場が上昇する。

² 但し、2000年以降の豪ドルの上昇は、資源に対する需要の増加によるもの以上に、資源高による豪州経済の好調を見越した海外からの資本流入によって押し上げられた分がより大きいと考えられる。なぜなら、この時期の豪ドル高が豪州の経常赤字拡大を伴っていたからである。為替相場は、長期趨勢の変化による変動に対して、次項でみるマネーフローなどによって生じる中期サイクルによる変動の方が通常より大きい。

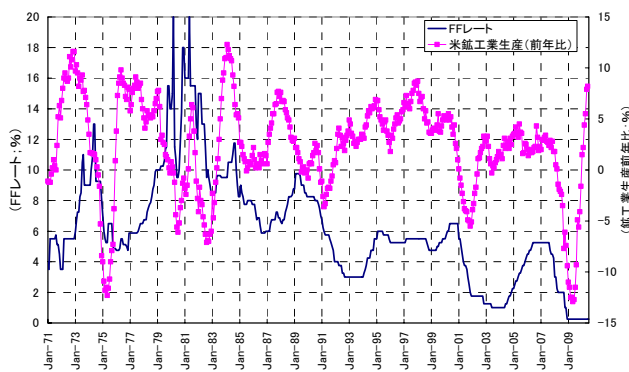
第3図；豪ドル対ドル相場購買力平価



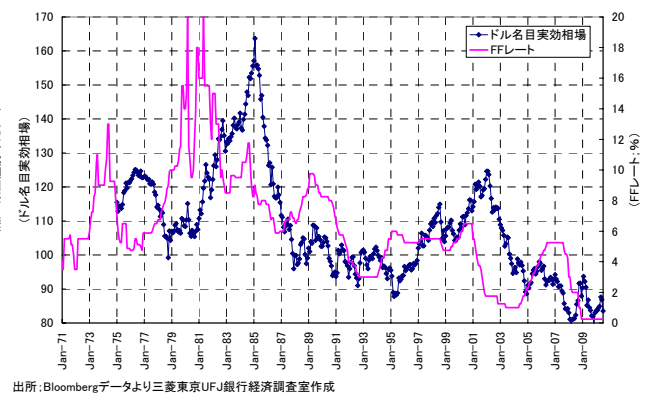
(2) 中期サイクル

中期サイクルとは約2～3年のサイクルを指す。これはグローバルな景気変動（特に在庫循環）とそれに伴う米国FRBを中心としたグローバルな金融政策のサイクルに沿った動きであり、例えば前掲第2、3図では、購買力平価を挟んだ約2～3年周期の動きがこれに該当する。

第4図；景気とFFレート



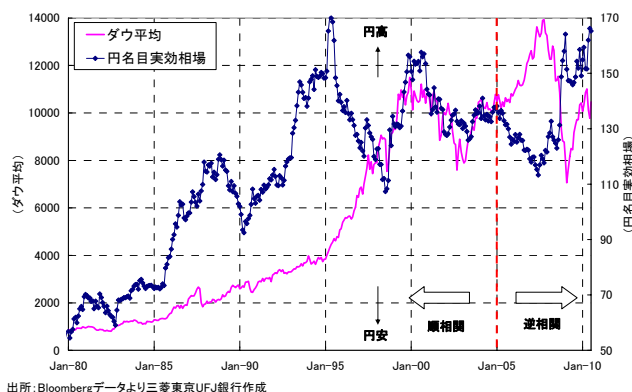
第5図；FFレートとドル相場



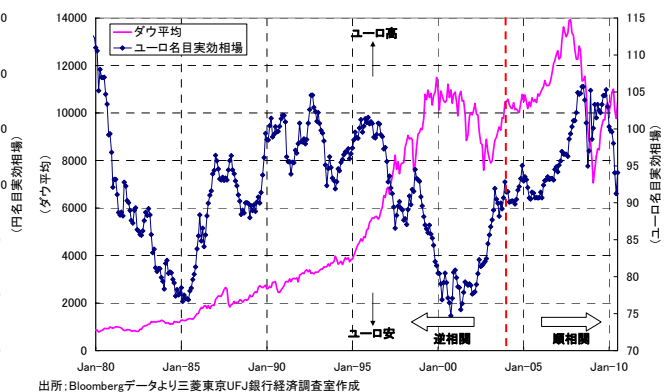
FRBの金融政策（FFレートの変動）は、景気の拡大や後退がある程度進捗した段階で動き始めるため景気の動きに遅行する傾向があり、為替相場は名目金利の絶対格差が重要なため、ドル相場（ドル名目実効相場）はFFレートに遅行する傾向がある（前傾第4、5図）。従って、ドル相場の上昇サイクルが開始されるのは、グローバル景気が成熟期を向かえる頃から後退局面であることが多い。一方、グローバル景気が好転し、投資家のリスク選好度も好転する局面では、景気敏感通貨が上昇を開始する。通貨によっては、FFレートの引き上げに伴ってドルが上昇を開始した後も、対ドルも含めて堅調に推移する場合がある。

グローバル景気や株価と順相関になる通貨は、グローバルな好景気が相対的にプラスとなる国（経済）の通貨であり、そうした通貨の地位は時代環境や時の各国ファンダメンタルズにより、入れ替わるのではないかと筆者はみている。通貨同士の相対価格である為替相場の場合、全ての通貨が同時に上昇することではなくゼロサムであり、ある通貨が上昇した場合、必ず下がる通貨があるためだ。実は、2000年代初頭まで円は景気や株価に対して順相関の通貨であった。一方、80年代以降の資源価格低迷や、ユーロ導入までと導入直後の先行き不透明感などから、ユーロや資源国通貨はグローバル景気や株価に対して逆相関となる傾向があった。これが2000年代半ば以降の資源価格高騰、新興国の勃興、それに伴うグローバルインバランス拡大によるドルに対する不安感台頭により、ドルの受け皿たるユーロや資源国通貨が景気・株価に対して順相関の通貨に躍り出ると共に、円が景気・株価に対して逆相関の通貨（ディフェンシブ通貨）に転落したとみている（第6、7、8図）。しばしば指摘される2005年頃からの株価と円相場の逆相関も、こうしたことが背景になっていると考えられる。為替相場が景気や株価と逆相関になった国にとって、為替相場の変動は景気の調整弁となり難くなる。

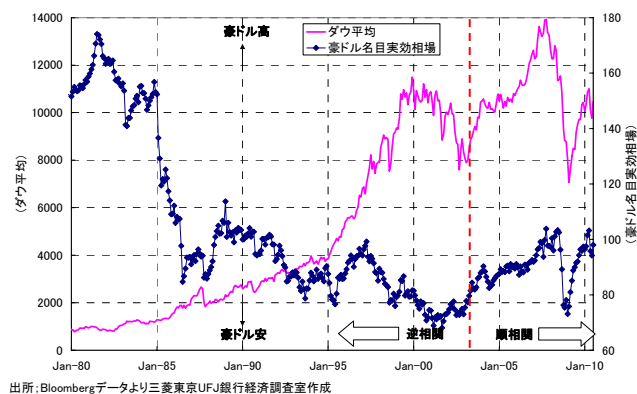
第6図；円名目実効相場と株価



第7図；ユーロ名目実効相場と株価

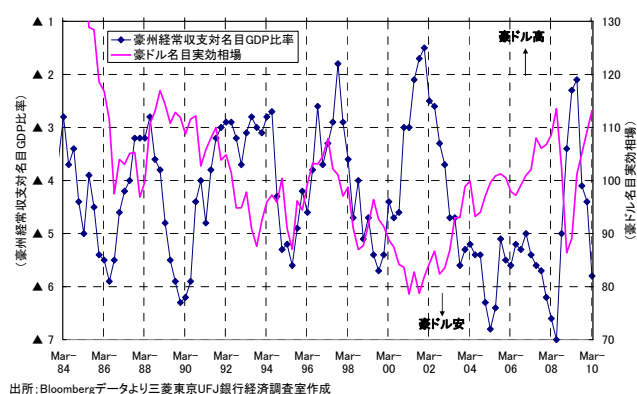
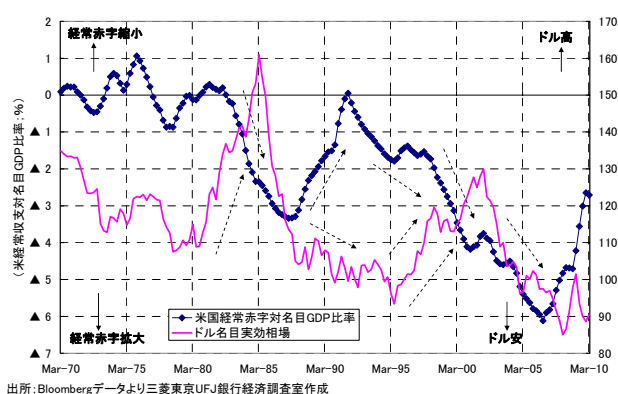


第 8 図；豪ドル名目実効相場と株価



為替相場の中期サイクルを形成するのは、經常収支に絡んだモノの取引ではなく、マネーフローや短期的なポジションの積み上がり、オカネの取引であると考えられる。グローバル景気が拡大する局面では、特に恒常的な經常赤字国で金利水準の高い国に資本が流入し易い。当該国ではこれにより為替相場が上昇することで經常収支が悪化するが、資本流入が続く間は、經常赤字の拡大と自国通貨高、そして景気拡大が持続する。一方、景気後退などでマネーフローが流出に転じると、為替相場が下落すると共に、經常赤字は縮小する。つまり、中期サイクルでは因果関係は經常収支→為替相場ではなく、為替相場→經常収支である傾向が強い。実際第 9、10 図で、米国と豪州の名目為替相場と經常収支の推移をみると、自国通貨高（安）⇔經常赤字拡大（縮小）という相関関係がみられる。

第 9 図；ドル名目実効相場と經常赤字 第 10 図豪ドル名目実効相場と經常赤字



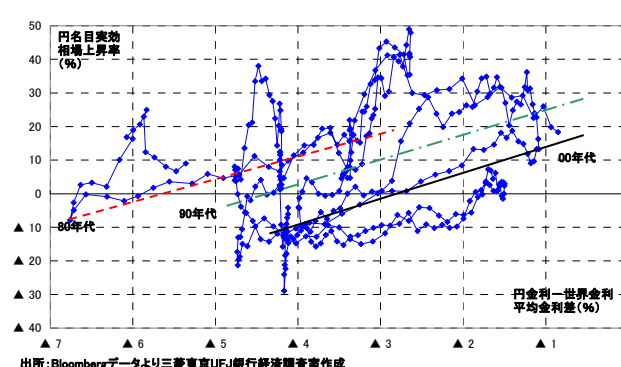
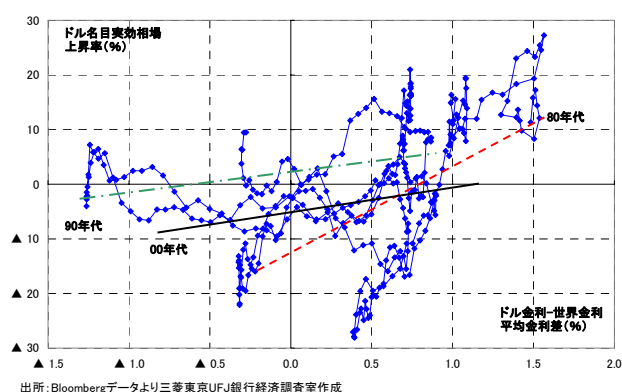
(3) 金利差と趨勢的なプレミアム

2000年代以降の豪州は以上のような形の典型例であり、90年代後半ITブームに沸いていた米国や、80年代前半双子の赤字の米国も同様である（当時はレーガン政権による「強い米国」の時代）。一方、2000年代以降の米国は経常赤字拡大の傍ら、ドルの上昇はFFレートの上昇にも拘らず限定的であった（前掲第5、9、10図）。このように金利の上昇（下落）に対する為替相場の動きに違いが生じるのは、為替相場が「金利+趨勢的なプレミアム」によって動いており、市場によるその国や通貨に対する先行き期待・織り込みを表す「趨勢的なプレミアム」が時代環境などに伴って変動している可能性があるともみている。

以下では具体的にドル、円、ユーロ、豪ドルの金利と為替相場の年代ごとの関係から、このプレミアムの変遷を大まかに推測した。「世界政策金利」を米国（65.7%）、ユーロ圏（18.5%）、日本（8.3%）、英国（7.5%）の各国政策金利の加重平均で算出³。為替相場の中期サイクルの平均期間を勘案し、各時点から向こう2年間の世界政策金利と当該国政策金利の平均金利差と名目実効相場（BISによるもの）の上昇率の相関を分析した。第11～14図の散布図は、横軸に平均金利差、縦軸に名目実効相场上昇率を取っており、80年代～00年代ごとに傾向線を引いた。この傾向線が上方にあるほど同じ金利差に対して為替相場が大きく上昇しており、「趨勢的なプレミアム」が大きいことを示している。ドルや円は90年代から00年代にかけて傾向線が下方シフトしており、同一の金利差に対して従来より為替相場の上昇が限定的になった一方、ユーロや豪ドルは逆に上方にシフトしており、為替相場がより大幅に上昇し易くなっている。

第11図；金利差と為替相场上昇率（ドル）

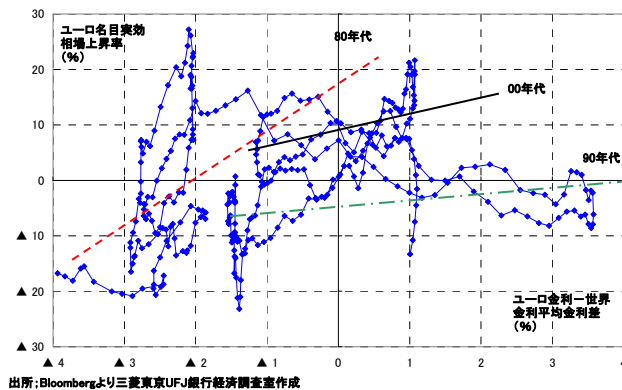
第12図；金利差と為替相场上昇率（円）



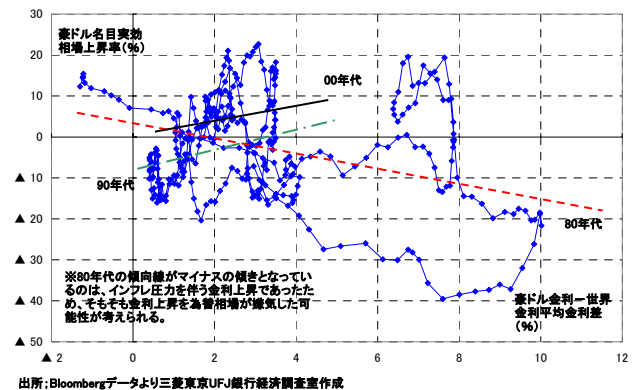
³ 国際決済銀行（BIS）による2007年世界為替取引高調査における通貨別取引シェアを使用。但し、ドル（65.7%）はドル自身のシェア（43.2%）とその他（22.5%）の合計。

第 13 図；金利差と為替相場上昇率（ユーロ）

第 14 図；金利差と為替相場上昇率（豪ドル）



出所：Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



出所：Bloombergデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上のように、趨勢的なプレミアムが中期サイクルのサイクル幅などを決める形で為替相場の中長期の推移の重要な決定要因となっていると考えられる。また、このことは、ある時代に堅調に推移する為替相場は、経済成長率や金利水準などのファンダメンタルズもさることながら、それ以上に趨勢的なプレミアムに表されるような市場が織り込む先行き期待によって押し上げられていることを示している。

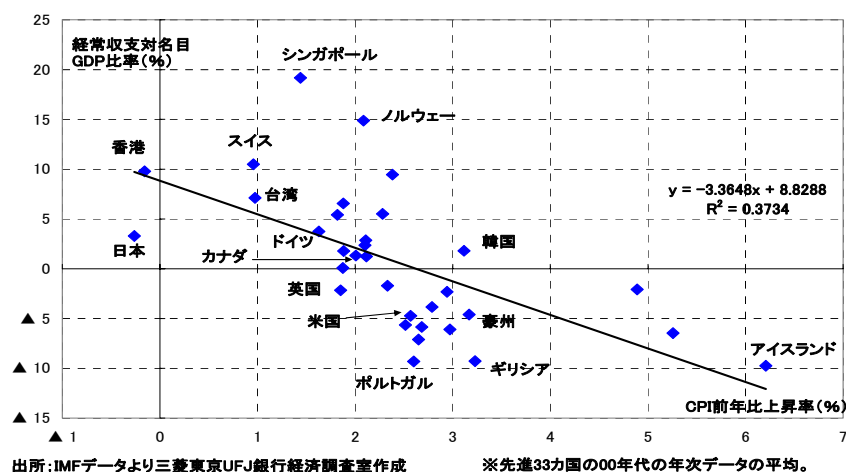
2. 本邦経常収支赤字化と円相場への中長期的影響

国立社会保障・人口問題研究所の推計（2006年時点）によれば、日本の総人口、及び65歳以上の高齢人口は、2010年の1億27百万人、29百万人（シェア23.1%）から、2030年にはそれぞれ1億15百万人、37百万人（シェア31.8%）と高齢化が一層進展する。これに伴い、08年度通年で既に3.3%（国民経済計算ベース）まで低下している家計貯蓄率は今後さらに低下することが予想される。財政赤字も急速な縮小が見込めず、企業部門がさらに大幅に資金余剰幅を拡大させるとは考え難く、将来的にISバランスの観点から本邦の経常収支が赤字化の方向へ向かう可能性が高い。

経常収支が黒字から赤字化するという事は、マクロ的な総需要が総供給を上回り始めることでもあり、需給面から物価上昇圧力が働き易くなる。第15図は、主要国の00年代以降の経常収支対名目GDP比率の平均と、CPI上昇率前年比の平均をプロットしたものであるが、概ね経常赤字比率の大きい国はCPI上昇率も高く、両者の間に一定の連関性があることがわかる。日本の位置は、経常黒字規模が示唆するインフレ率以上に実際のインフレ率が低いことを示しており、日本のデフレには日本特有の要因が絡んでいることが示唆されるが、将

来的に経常赤字化に転換した場合は、一定のインフレ圧力がかかるものと考えられる。本邦のインフレ率が相対的に高まった場合、輸出品の競争力がその分低下して経常赤字の追加的悪化圧力になり得る。先に為替相場の長期趨勢でみたように、その調整圧力から長期的に円安圧力がかかり易くなる。

第 15 図；主要先進国の経常収支対名目 GDP 比率と CPI 上昇率



また、経常赤字化することは、資金収支尻面では海外からの資金流入に依存することになり、金利上昇要因となる。これが通貨高要因として好感されるか、通貨安要因として嫌気されるかは、先にみた趨勢的なプレミアムの動きに大きく依存していると考えられる。

90年代 IT ブーム時の米国や 00年代以降の資源ブームにおける豪ドルのように、例えば経常赤字が拡大する場合でも、当該経済の先行きが明るい解釈されれば、趨勢的なプレミアムが上昇し、資本流入圧力から金利上昇が素直に通貨高圧力として反映されよう。一方、00年代以降の米国のように、双子の赤字拡大を伴うなどして後ろ向きの経常赤字と解釈された場合は、趨勢的プレミアムが大きく低下し、金利上昇に対する通貨上昇の感度が大きく鈍化、あるいは通貨安要因となる可能性もあり得よう。現時点での日本経済の状況に鑑みると、経常収支が赤字に転換した後は、後者のパターンに陥る可能性が相対的に高いように思える。

以 上

(H22.8.26 橋本 将司 mhashimoto@us.mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。