

「円安報道の虚と実」:掲載タイトル

【金利格差の拡大? 成長率格差? 事実と反する円安の原因説明】

円安が進んでいる。現在の円安・ドル高トレンドは2004年暮れの1ドル=100円台前半の水準を底に始まっている。対米ドルのみならず、対ユーロ、対アジア通貨でも円安基調だ。近年の円安の原因は円と他通貨の金利格差拡大にあると一般に言われている。更に、「成長期待や投資機会の格差が資金の流れを通じ、円を押し下げている」などとも語られている。もっともらしい説明だが、基本的な事実と照らせば、これほどでたらめな説明はない。

例えば、代表的な金利として期間10年物の米国国債と日本国債の利回りを比べると、現在の金利水準は米国 4.8%、日本 1.7%で、金利格差 3.1%である。一方、1977年から過去 30年間の同金利格差の平均は 3.17%である。つまり現在の日米国債利回り格差は過去 30年間の趨勢的な金利差とほぼ同じ水準にあり、趨勢的に金利格差が拡大している事実はない。ただし、日米の短期金利格差、例えば日本のコール・レートと米国のフェド・ファンド・レートの格差は現在 4.75%あり、これは過去の趨勢的な格差である 3%台と比べるとやや大きい。しかし、名目短期金利差とドル円相場の変動の間には有意な相関関係はほとんど見られないことがエコノミストの間では知られている。

また、円は対ドルよりも対ユーロで円安になっているが、2001年～2002年の景気後退・低迷期を脱した2003年以降の実質GDP成長率(2003年～06年の平均)はユーロ圏 1.7%、日本 2.1%であり、成長率は日本の方が高い。同じ期間の米国の平均成長率は 3.2%と相対的に高いが、これは日本の人口成長率が現在ほぼフラットであるのに対して米国では人口が 0.9%で伸びている結果に過ぎない。国民一人当たりの同じ期間の実質GDP成長率は米国 2.3%、日本 2.1%であり、大差がない。

株価の上昇について見ても、2003年以降の企業業績の回復と株価上昇は、日本、欧州、米国と世界同時に進行しており、年によってばらつきはあるものの、日本の株価上昇が劣後している事実はない。例えば、2003年1月から現在までの株価の変化を比べると、米国の代表的な株価指数 S&P500 は約 1.7倍、日本の TOPIX は約 2.0倍に上昇している。

【円安相場の本当の主役】

要するに、金利格差の変化、実質成長率、株価上昇率などどれを見ても、経済的な客観情勢に特段の円安を引き起こす変化はないものの、円安が進行しているのだ。従って、円安を起こしている変化は投資主体の側に生じていると考えるのが論理的である。

外為市場で円安の需給変化を起こしている取引としては、「円売りキャリートレード」と日本の個人投資家層による外貨建て投資信託の近年の急増が指摘されている。トレーダーや投機家の円売りキャリートレードは為替先物や通貨フューチャーなど売買コストが僅少で操作機動性の高いオフバランス取引で行われているのが一般的である。米国シカゴの先物取引所で公表されているそうした実需の裏づけのない円売りの為替持高の推移を見ると、円相場の振れに合わせて拡大と縮小を繰り返している。この種の取引は短期的な利鞘獲得を目的に行われているので短期的な相場変動の原因としては下落にも上昇にも影響度が高い。しかし、ある程度長い期間を取ると売買はほぼチャラ(中立)となり、趨勢的な円相場水準への影響度は高くない。

むしろ、中期的に累積する需給変化として、日本の個人投資家の過去2～3年の外貨建て投資信託の急増の方が円相場への影響力は高いと思われる。図表を見て判る通り、2004年から外貨建て投資信託の増加が著しい。2004年1月には8.5兆円だった公募投資信託の外貨投資残高は過去3年半で23.7兆円増え、2007年4月末現在で32.2兆円に達した。投資外貨の内訳は約40%が米ドル、23%がユーロ、残りがその他となっている。昨年1年間だけで見ると、年間20兆円の日本の経常収支黒字の約4割に相当する8兆円が、公募投資信託の外貨投資の純増として海外に還流された。外貨投信に外貨定期と海外証券保有残高を加えた個人の外貨金融資産残高は、今年3月末時点では41.5兆円となり、生損保の対外証券投資残高46.4兆円に迫る規模に達した。今日、日本の家計の外貨投資は最も急成長中の対外投資フローとなり、現在の趨勢的な円安トレンドの主役である。

【グローバル投資の時代】

ではなぜ、この時期に日本の個人投資家層は外貨投資の意欲を強めたのだろうか？この変化を金利格差の拡大や株式投資リターンの変化では説明できないことは説明した通りである。これは私の仮説であるが、日本の個人投資家層はこの時期にグローバル投資に本格的に目覚め始めたと言えないだろうか。

大局的に見ると、1973年に主要国は変動相場制に移行し、固定相場制時代の内外資本移動規制は無用となり、日本を含めた先進国では70年代後半に国際的な資本移動の自由化が進んだ。その結果、1980年頃から日本や欧米の機関投資家主体によるポートフォリオの国際化、すなわちグローバル投資が始まった。ポートフォリオを一国内で株や債券に分散するだけでなく、国際的に展開することは新しい投資機会の獲得としても、またリスクの分散としても意味のあることだ。ただしこの時代の主役は生損保などの機関投資家だった。

外債や各種の投資ファンドを通じて個人投資家層が投資ポートフォリオをグローバル化させる動きは、欧米では1990年代半ば以降に目立つようになった。ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンド、エクイティ・ファンドなどの国際的な投資活動が目立つようになったのは90年代後半からであり、その背後には欧米の富裕個人投資家層の投資資金がある。どこの国の投資家も馴染み

のない他国の金融資産の保有は敬遠するという「ホームバイアス」を持っている。ところが 90 年代後半のインターネットの急速な普及で、個人でも海外の投資情報、相場情報、投資商品にリアルタイムで容易にアクセスすることが可能となり、個人投資家の金融ポートフォリオがグローバル化を支える重要なインフラとなった。

90 年代の経済成長率の低下にもかかわらず、日本の家計が保有する金融資産は年々増加し 1540 兆円に達した。これは規模で見ても、ひとり当たりで見ても米国に次ぐ水準にある。もっとも年金や生命保険など間接保有の残高が入っているので、個人が直接資産運用している部分は 7 割程度であろうか。この巨額な金融資産が、投資活動のグローバル化が本格化した 90 年代に日本国内の金融資産にのみ滞留している方が不自然である。

【個人投資のグローバル化が遅れた理由】

しかしそれには理由があった。日本の個人投資家は、90 年代の地価や株価の下落、景気の低迷、95 年までの極端な円高など不安材料が重なって、その時期には投資のリスク許容度が下がってしまった。そのため本格的に投資資産をグローバル化させる気にはなれなかった。2003 年初になっても、日本では「3 月危機」を語る「危機の預言者達」が横行し、個人投資家を不安がらせた。ところがその後の展開は、景気回復が持続し、銀行の不良債権は急速に解消に向かった。こうして株価が急回復し、地価も底打ちから一部上昇に転じるなどの変化が鮮明になって来た 2004 年頃に、ようやく日本の個人投資家層は投資資産を国際的に分散させるグローバル投資に目覚め始めたと考えることができようか。更に団塊の世代の退職が始まり、まとまった退職金の運用ニーズが生まれたことも見逃せない要因である。

既に述べたように投資資産を国内で株や債券に分散するだけでなく、国際的に展開することは新しい投資機会の獲得としても、またリスクの分散としても望ましい。日本の対外投資の産み出す配当や利息の受け取りは、今や年間 13 兆円に達し、国民所得の増加にも寄与している(対外投資からの配当・利息所得は GDP ではなく、GNP 統計に含まれる)。日本は年間 20 兆円に達する経常収支黒字国であり、積極的な対外投資フローでバランスしないと、過度な円高が進んでしまう構造にあるから、個人の対外投資フローはマクロ経済的にも望ましい。

また、外貨建て投信の増加は、ゆっくりではあるが進み始めた個人金融資産の「貯蓄から投資へ」の変化の一環でもある。2000 年 3 月末と 07 年 3 月末を比較すると、家計の金融資産全体に占める比率で、預貯金は 53.1%から 50.5%に低下する一方で、投信は 2.2%から 4.3%に、株式・出資金は 9.8%から 11.9%に、国債は 0.5%から 2.1%に上昇している。これはマネーの循環が銀行部門の預金と貸出に集中し過ぎている日本の金融システムを変革する視点から望ましい変化である。

【したたかで合理的な投資意識は成長するか】

ただし、いつの世もそうであるが、新しいトレンドは清濁混じり合って生まれるものである。外貨に投

資した場合の名目利回りの高さが、個人投資家層が外貨建て投資信託を買う大きな誘引になっているのは事実である。以前本稿で指摘した通り、かなりの個人投資家らは「名目金利差があれば外貨投資で勝ち越せる」という錯覚を抱いている。また「日本は高齢化で低成長が続き、もっと円安になる」という俗流的な言説、「円相場ペシズム」にもかなりの個人投資家が幻惑されているようだ。根拠のない言説も、それに影響されて投資家が行動すれば、相場の変化を生み出す。したたかで合理的な投資意識を持った人々が個人投資家層の間で増えるまでには、また長い道のりがあるだろう。

本稿では詳しく述べないが、購買力平価や実質為替相場で見ると、既に1ドル=120円を超えたドル相場は既に割安圏から、割高圏に移行している。割高方向に相場が大きく乖離するほど、その後の下落の谷が深くなることは相場の常である。過去世界中で繰り返されて来た高金利通貨投資ブームを見れば明らかだが、高く舞い上がれば、その後深く反落することになる。その意味で、今年の2月から3月に起こった一時的な円高への振れ(120円近辺から115円)は、今後起こりえる相場調整の軽い予兆でしかない。日本の個人投資家の中から、相場の高値を追わず、長期的な視点で割安圏で買い増しができるしたたかな人々が増えるかどうか、今後試されることになるだろう。

以上