



円安と日本の投資家の ホームバイアス低下

竹中正治

はじめに

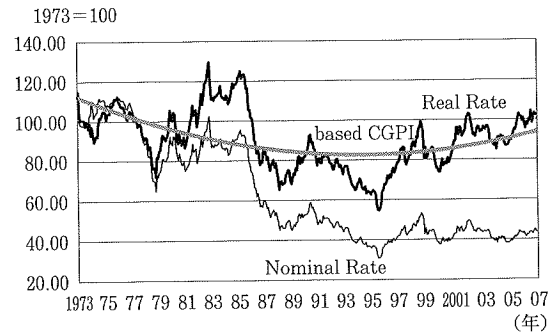
円安が進んでいる。現在の円安・ドル高トレンドは2004年暮れの1ドル=100円前半の水準を底に始まっている。対米ドルのみならず、対ユーロ、対アジア通貨でも円安基調だ。近年の円安の原因は円と他通貨の金利格差拡大、それに乗じた円売りキャリートレードにあると一般に言われている。あるいは、「成長期待や投資機会の格差が資金の流れを通じ、円相場を押し下げている」などとも語られている。もっともらしい説明だが、事実に照らせば奇妙な説明である。主要な理由は日本の個人投資家層が2004年頃から「投資におけるホームバイアス」を急速に低下させていることにあると筆者は考える。

1. 内外金利格差、経済成長率格差、株値上昇率格差、いずれも現在の円安トレンドを説明できない。

どの程度の円安なのかを見るためには、インフレ率で調整した実質為替相場を見る必要がある。図表1は日米の企業物価で実質化したドル円相場である。現在の名目で121円前後の現在のドル円相場は実質では1985年10月～11月の1ドル=200円前後の相場水準に相当する。

竹中 正治：国際通貨研究所 経済調査部長・チーフエコノミスト

図表1 ドル円、名目為替相場と実質相場



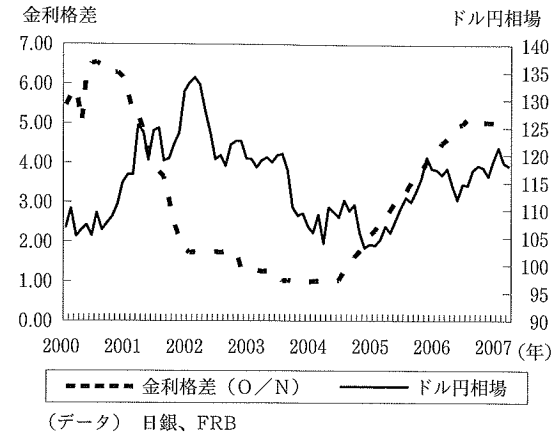
(データ) 日銀、米国労働省

日本の主要貿易相手国通貨との相場を加重平均して算出した実効円相場も、実質ベースで見ると概ね同様の円安傾向を示している。

果たして金利差の拡大が円安の原因なのだろうか？ 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5.1%、日本1.9%で、金利格差3.2%である(2007年6月11日現在)。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。

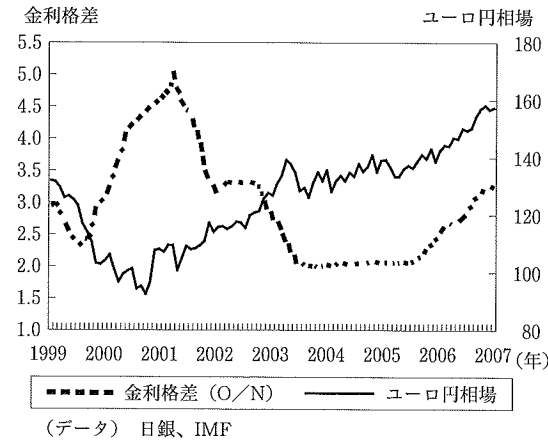
ただし、日米の短期金利格差、例えば日本のコール・レートと米国のフェド・ファンド・レートの格差は現在4.75%あり、これは過去の趨勢的な格差である3%台と比べると大きい。しか

図表2 日米短期金利格差とドル円相場



(データ) 日銀、FRB

図表3 日欧短期金利格差とユーロ円相場



(データ) 日銀、IMF

し、名目金利差と為替相場の間には有意味な相関関係はほとんど見られないことが知られている。ドル円相場と上記の短期金利格差を見ると(図表2)、2005年以降は金利格差と円安が同時進行しているように見えるが、2002年は全く正反対に金利格差縮小と円安が進行しており、中長期で見ると優位な相関関係はない。この点はユーロ円相場でも同様で、金利格差拡大と円安進行のパターンが見られるのは2000年代では2006年以降のみであり、中期的な相関関係は見られない(図表3)。

経済成長率の格差はどうだろうか。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、これは日本やEU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。

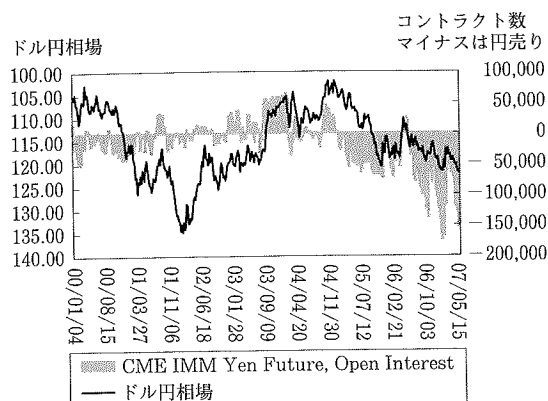
株値の上昇について見ても、2003年以降の企業業績の回復と株値上昇は、日本、欧州、米国と世界同時に進行しており、年によってばらつきはあるものの、日本の株値上昇が劣後している事実はない。例えば、2003年1月から現在(2007年6月5日)までの主要国の代表的な株値指標の変化を比べると次の通りである。米国S&P500 1.71倍、日本TOPIX 2.08倍、英国FT 1.67倍、ドイツDAX 2.66倍。

2. 円安相場の本当の原因

要するに、金利格差の変化、実質成長率、株値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。トレーダーや投機筋の円売りキャリートレードは銀行との相対取引による為替先物や取引所の通貨フューチャー、更に最近では証拠金先物による通貨先物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。そうした代表的な取引として、米国シカゴの先物取引所で公表されている実需の裏づけのない(=Non-commercial)円売りの為替持高の推移を見ると(図表4)、最近では円ショート約5万コントラクト前後(約6,000億円)から15万コントラクト前後(約1.9兆円)の持高の範

図表4 ドル円相場とCME IMM Yen Future Open Interest (Non-commercial)

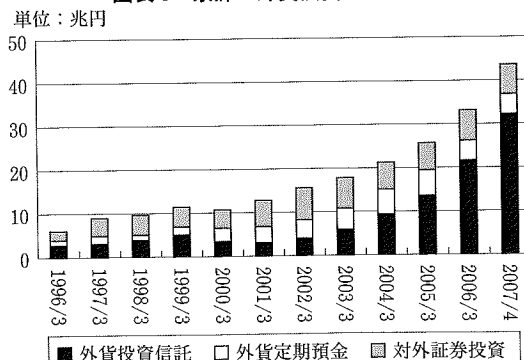


(データ) CME

困で、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とが判る。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均衡し、趨勢的な円相場水準への影響度は高くはないと考えられる。

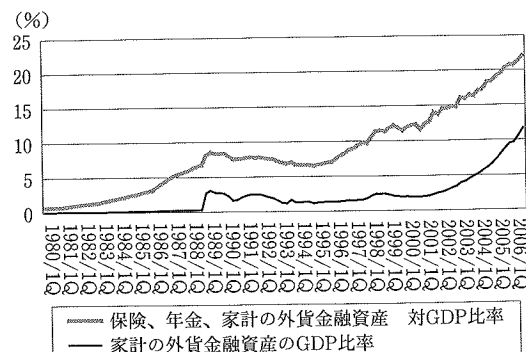
むしろ、近年の円相場に対して中期的に累積する需給変化としては、日本の個人投資家による2004年以降の外貨建て投資信託の急増に注目すべきだろう。図表5を見て判る通り、2004年から外貨建て投資信託の増加が著しい。2004年1月には8.5兆円だった公募投資信託の外貨投資残高は過去3年半で23.7兆円増え、2007年4月末現在で32.2兆円に達した。投資外貨の内訳は約40%が米ドル、23%がユーロ、残りがその他となっている。昨年1年間だけで見

図表5 家計の外貨投資残高推移



(データ) 日本信託協会、日銀(外貨預金、対外証券投資は06年12月末残)

図表6 外貨金融資産残高の対GDP比率



(データ) 日銀、日本投資信託協会(88年第4回半期以前の家庭の外貨投資残高はゼロとして集計)

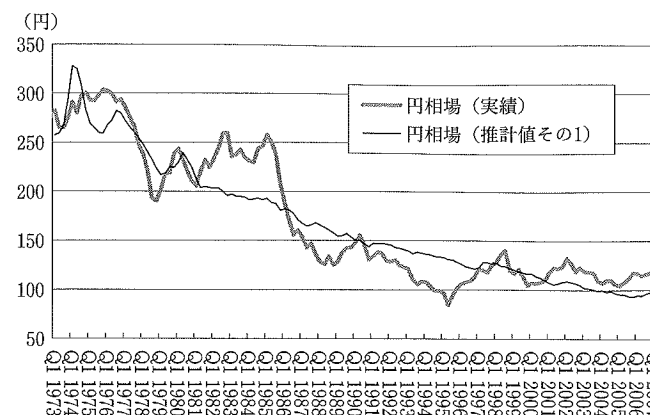
ると、年間20兆円の日本の経常収支黒字の約4割に相当する8兆円が、公募投資信託の外貨投資の純増として海外に還流された。外貨投信に外貨定期預金と海外証券保有残高を加えた個人の外貨金融資産残高は、今年3月末時点では41.5兆円となり、生損保の対外証券投資残高46.4兆円に迫る規模に達したと推計される。今日、日本の家計の外貨投資は最も急成長中の対外投資フローとなり、現在の趨勢的な円安トレンドの主演である。

保険と年金、更に家計が直接保有している外貨金融資産残高の名目GDP比率の推移を見ると(図表6)、80年代に急速に上昇した後、90年代半ばにかけて横ばい、あるいは低下し、90年代後半から再び急速に高まっている。一国の経常収支の黒字と資本収支の赤字は勿論均衡するのであるが、国内投資家が外貨投資に積極的であるか否かで、外貨の需要曲線は変化し、為替相場の均衡点も変わってくる。90年代後半以降、国内投資家の外貨投資姿勢は再び積極化し、とりわけ2004年以降は個人投資家層が外貨投資純増に大きなシェアを占めるようになった。

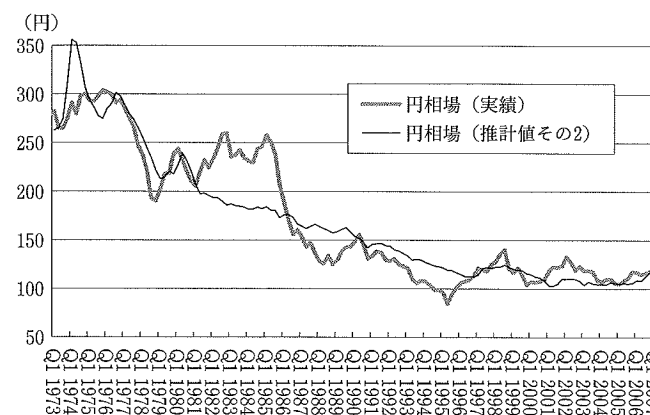
3. 個人投資家層のホームバイアスの低下

積極化した国内投資家の外貨投資意欲が90年代後半以降の趨勢的な円安の主因であること

図表7 ドル円相場と推計式その1



図表8 ドル円相場と推計式その2



推計値その1	
回帰統計	
重相関 R	0.912569
重決定 R2	0.832782
補正 R2	0.830268
標準誤差	0.154872
観測数	136

推計式その1
推計ドル円相場
=EXP(4.725469+1.224116X+0.35867Y)
変数X: 日米物価上率格差要因
=ln(日本の企業物価指数)
-ln(米国の企業物価指数)
変数Y: 日米実質金利差要因
=米国10年物債実質利回り
-日本10年物債実質利回り

推計値その2	
回帰統計	
重相関 R	0.92494
重決定 R2	0.855514
補正 R2	0.852231
標準誤差	0.144505
観測数	136

推計式その2
推計式ドル円相場
=EXP(4.390121+1.769125X
+0.191708Y+2.706954Z)
変数XとYはその1と同様
変数Z: 保険、年金、家計直接保有の
外貨金融資産残高の名目GDP比率

を検証してみよう。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。従って、言い換えるならば、近年の変化は日本の個人投資家層のホームバイアスが低下し始めたということである。日本の投資家のホームバイアスの低下を簡単な回帰分析で検証してみよう。

1973年以降のドル円相場を、日米のインフレ率(企業物価)格差、日米実質金利(=10年物債利回り-企業物価上昇率)格差の2つの要因で回帰分析すると、図表7の分析結果と推計グラフ(その1)が得られる。補正R2は0.83で十分に高いが、細い実線で示した推計値に対して実際のドル円相場(太い実線)の円安方向への乖離が目立つ。投資家のホームバイアスを直接的に計測することは困難であるが、日本の投資家(保険、年金、家計)の外貨金融資産保有残高の対GDP比率を「外貨投資選好の

度合い」としてホームバイアスと反対の関係にある代理変数として使用することはできるであろう。それを加えたものが、図表8の分析結果と「推計グラフその2」である。補正R2は0.85に若干高まり、2000年代の推計値が円安にシフトして、推計1で見られた推計値と実際のドル円相場の乖離が埋まっているのが判る。すなわち、現在の円安は実質金利格差要因よりも、投資家の外貨投資選好の上昇(=ホームバイアスの低下)によると言えよう。

4. 日本の個人投資家層のホームバイアス低下はなぜ2000年代に始まったのか

しかし、日本の個人投資家層のホームバイアスの低下は、なぜこの時期に始まったのだろうか。この変化を金利格差の拡大や成長率格差、

株式投資リターンの変化などでは説明できないことは述べた通りである。

世界的に見ると、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。図表6の示す80年代の外貨投資比率の急速な上昇をもたらしたのがこの動きである。

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。欧米の富裕個人投資家層のホームバイアスの低下が90年代になぜ起こったのかは、本小論の範囲を超えるテーマであるが、おそらく3つの理由が指摘できるだろう。①ヘッジ・ファンド、エクイティ・ファンド、ミューチュアル・ファンドなどの興隆により、海外投資をする投資媒体の多様化が進んだ。②インターネットの普及で、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、「情報の壁」が劇的に低下した。③冷戦の終了で旧東側地域が「広大なエマージング市場」として世界の資本市場に統合され始め、先進国投資家層の投資対象として登場した。

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現在は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が、個人が直接資産運用している部分は7~8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。

ところが、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が向き始め、そのために必要なリスク許容度も次第に上昇し始めたのだ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。

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本来望ましい。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。

5. 外貨投資を巡る2つの虚妄

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金利差の高さが、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。かなりの個人投資家らは「名目金利差があれば長期では外貨投資で勝ち越せる」という錯覚を抱いている。言うまでもなく、これは幻想である。各国の名目金利差は長期的にはインフレ率の格差を反映している。高金利通貨は高インフレ通貨であり、インフレとは通貨の購買力が減少することである。通貨の対外的な価値も究極的には通貨の購買力に依存している。従って、長期的には「高金利通貨=高インフレ通貨=購買力の長期的減少=為替相場（通貨価値）の下落」となる。実際、変動相場制に移行した1973年以降2005年までの日米のインフレ率の格差は、アメリカが日本よりも高く、企業物価で2.8%の格差があった。同じ期間にドル円の為替相場は年率平均2.6%でドルが下落した。つまり日米の企業物価格差とほぼ同じ比率でドル相場は円に対して下落したことになる。一方、日米の期間10年の国債利回りで計った長期金利はアメリカの方が日本よりも高く、その金利格差は80年代3.9%、90年代2.7%、2000~2005年3.3%だった。長期金利差から上記の趨勢的なドル相場の年間下落率2.6%を差し引くと、僅少な利回りしか残らない。従って外貨投資は相場が割安圏にある

時に投資し、割高圏では投資残高を減らす、あるいはヘッジをすることで初めて投資リターンを向上できるのだ。

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。この種の議論は例えば典型的には、「人口高齢化と低成長→貯蓄率低下→貯蓄・投資バランスの貯蓄過少への変化→対外収支の黒字縮小・赤字転換→円相場下落」というロジックで語られる。人口高齢化による家計貯蓄率の低下は教科書的な、その意味では常識的なロジックである。しかし、それが国全体の貯蓄・投資バランスの貯蓄過少をもたらすかどうかは、必然性も蓋然性もない。投資も減るかもしれないし、家計以外の部門で貯蓄が増えるかもしれないからである。実際に日本の経常収支黒字は減るどころか、増加トレンドを辿っている。しかし、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わけである。

おわりに：したたかな個人投資家層台頭への期待

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振り返れば明らかだが、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。日本の個人投資家層の中から、相場の高値を追わず、長期的な視点で割安圏こそ外貨投資の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。