

# 均衡レート

たけなか まさはる  
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

## 名目金利格差で 円相場は決まらない インフレ率が相場を決める

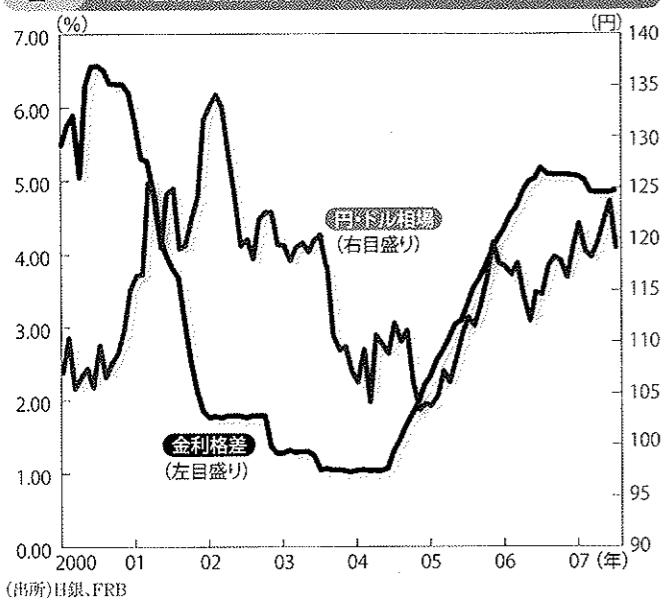
7月から円高への揺り戻しが起こった。円・ドル相場は2005年初の1ドル1100円台前半の水準を基点に円安トレンドをたどっていた。対ユーロでは05年10月の1ユーロ90円近辺の水準を起点に円安トレンドが続いた。その他の通貨でもおおむね同様の円安基調だった。その円安基調に大きな調整局面が到来した。おそらく05年初以来の円安トレンドはいったん終焉したと思われる。

円安の原因は円と他通貨の金利格差であると言われてきた。「金利格差盲信型」の円売りブームに対して昨年来、著書やレポートで注意を喚起してきた筆者にとっては、7月から円高方向への調整には何の意外感もない。しかし「金利格差が大きく縮まないうち、円安基調が続く」と信じて円売り・外貨投資を続けてきた投資家の多くは、円急騰で損失を被ったことだろう。日本の個人投資家を含む内外の投資家が、円と外貨の金利格差に誘引されて円売り・外貨買いの為替持ち高を膨らませ、それが円安相場をもたらしたことは事実だ。ところが、長期的に見ると円相場の変動と名目金利格差の変化の間には相関関係はない。

**短・中期的には「金利差」が反映するときもあるが**

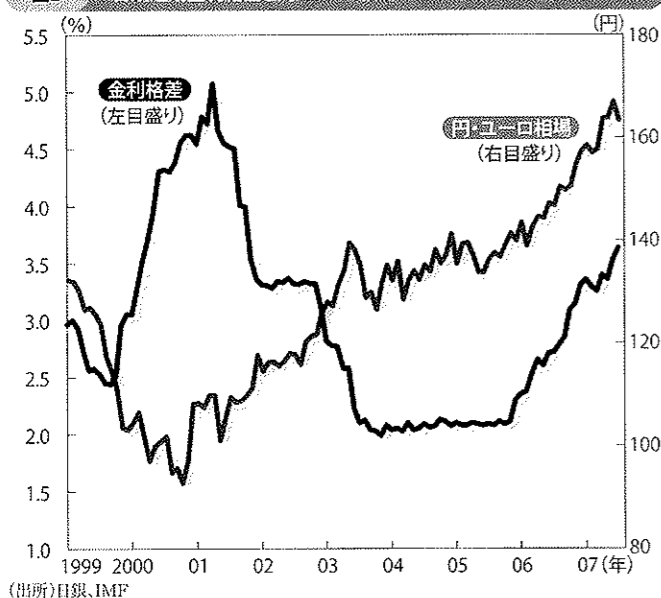
図1をご覧ください。円・ドル

図1 日米短期金利格差と円・ドル相場



(出所)日銀、FRB

図2 日欧短期金利格差と円・ユーロ相場



(出所)日銀、IMF

期は不規則で予想不可能、崩れる度合いもまちまちである。

砂山の上に1匹のアリがいて砂山の傾斜を観察していると想像しよう。あるときは砂の増加で砂山はほとんど傾きを増す(円安が進行する)ように見える。また、あるときは砂山が崩れて勾配が急速に低下する(円高が進行する)ように見える。しかし、いかに砂山が大きくなくても、砂山の勾配は重力と砂の摩擦がバランスする一定の傾斜角度(均衡水準)から乖離を続けることはできず、現実の砂山の勾配は均衡水準から上方と下方への乖離を繰り返す。趨勢的には一定の傾斜角度が維持される。

持される。

**為替相場が長期的に行き着く均衡相場を探る**

では、現実の為替相場に砂山の傾斜角度の均衡値に相当するものが存在するだろうか？ 現実の経済・投資現象は砂山のモデルよりはるかに複雑だが、為替相場の均衡水準を合理的に推測することは可能だ。ただし、砂山の傾斜角度の均衡値と異なり、為替相場の均衡水準を決める要因はそれ自体が変化する。したがって為替相場の均衡水準は変化する動的なものである。

たとえば、IMF (国際通貨基金)

ル相場について05年以降の局面だけを見ると、金利格差拡大と円安が併行して進んできた。しかし、01年から02年にかけては金利格差の縮小と円安が同時に起こった。また03年から04年は金利格差の変化があまりない状況で円高が進んだ。図2の円・ユーロ相場については、00年暮れから一貫した円安トレンドが続いたが、その間、ユーロと円の金利格差には、縮小局面、不変局面、拡大局面の3つの異なる局面がある。

要するに為替相場と金利格差の間に相関関係が成り立つ「金利相場」は短期的、中期的には存在するのだが、それは全体の1局面にすぎないのだ。

また長期金利として期間10年物の米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4.72%、日本1.64%で、金利格差3.08%である(07年8月16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格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もない。

「金利格差があれば、円売り・ドル買い(外貨買い)持ち高を維持することで長期的に勝ち越せる」というのも幻想でしかない。変動相場制に移行した73年以降05年までの日米の

は07年7月12日付の「カントリーレポート」、日本(注)において、為替相場の均衡水準を推測する4とおりのアプローチを紹介し、最近の円相場が長期的な均衡水準から円安方向に目立って乖離しており、円高方向への調整が将来起こることを指摘した。IMFの紹介した4とおりのアプローチは次のとおりである。

- (注)IMF Country Report No.07/281, Japan Selected Issues, the Asia and Pacific Department, July 12, 2007
- ① 均衡実質為替相場 (ERER) アプローチ
  - ② 購買力平価 (PPP) 概念に基づ

インフレ率の格差は、米国が日本よりも高く、企業物価で2.8%の格差があった。

同じ期間に円・ドル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10年物国債利回りで測った長期金利は米国のほうが日本より高く、その格差は80年代3.9%、90年代2.7%、00-05年3.3%だった。長期金利差から前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。

**砂山の積み上がり似た為替相場の変動**

過去30年間、内外の投資家は金利格差に誘引されて、高金利外貨買い・低金利円売りのブームと破裂を繰り返してきた。今回の円相場の展開もその一幕にすぎない。鳥瞰すれば、為替相場の変動は砂の流れで積み上がる砂山の勾配の変化に似ている。砂時計の砂のように、平らな床に空中の一点から砂を一筋流し続けると、砂は次第に積もって、砂山の傾斜は傾きを増す。しかし勾配が限度を超えると砂山が崩れて傾斜は緩くなる。そこからまた砂が積もって傾斜が増す。これが繰り返される。砂山の崩れは循環的であるが、その周

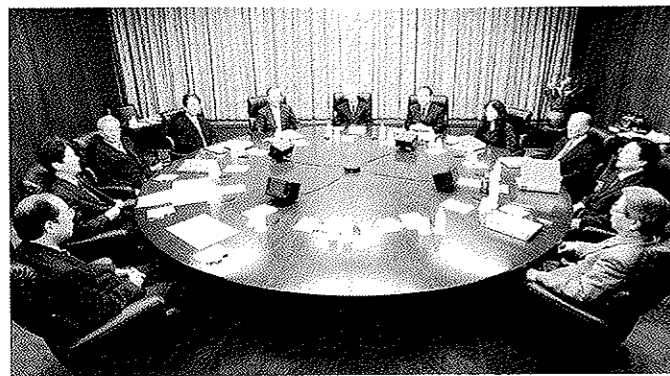
き、更に中長期的な決定変数として貿易財と非貿易財の生産性上昇率のギャップ、対外純債権残高、交易条件、実質金利水準、その他を加えたモデル。

- ② マクロ経済バランス (MB) アプローチ
- ③ 対外的持続可能 (ES) アプローチ
- ④ グローバル一般均衡モデル (GGEM) アプローチ

貿易財に対する世界市場と非貿易財に対する国内市場を同時に均衡させる相対価格の変化をもたらす為替相場を均衡水準と考える手法。

**為替相場の割安割高を見抜く簡便法**

こうした、4とおりのアプローチの学術的な詳細に多くの読者は興味を持たないであろう。そこで、購買力平価の概念に基づく実質為替相場をベースに、経験則的に為替相場の均衡水準を推測する簡便法を紹介しよう。これはIMFが紹介した4と



短期的には日銀の政策に注目 (日銀政策委員会・金融政策決定会合)

95年以降の円安ではヘッジファンドの果たした役割が大きい。「円(売り)キャリートレード」の用語が定着したのもこの時期である。このときの円売りブームは98年にいったん終わった。当時、アジア通貨危機に端を発した金融危機が、ロシア危機(ロシア国債とルーブルの暴落)、途上国債券価格の暴落へと連鎖して、98年にヘッジファンドの一部に及び、巨大ヘッジファンドLTCMが破綻に瀕する事態となった。同時にヘッジファンドが主導した円売りキャリートレードのブームは終焉した。

その終わり方は劇的で、円売りキャリートレードのブームが巻き戻され始

めるといえる。10月に入って2日間で130円から110円台まで円相場が急騰(ドル相場が急落)した。図3を見て分かるように、ポールは一気にフェアウエーの円安のラフから円高のラフへ飛び込んでしまったのだ。ヘッジファンドの破綻増加と各種投資ブームの終焉が同時に生じた点で、当時の状況は今日の状況とよく似ている。

その後02年の日本の「不良債権危機」時の130円台の円安と04年の100円台前半までの円高を経て、現在の円安トレンドは05年初を基点に始まり、対ドルでは120円超えで円安のラフに突っ込んだ。今回局面の円売りの担い手は、裾野が広がり、次の4とおりである。①国内の個人投資家による外貨投資信託の購入、②国内のFXトレード(外国為替証拠金取引)ブームによる個人投資家の円売り、③海外のヘッジファンドなど先物為替による円売り、④海外投資家の現物資金による円借入れ・資産投資(韓国など)。

こうした円売り持ち高の積み上がりによる円安トレンドは、7月の米国サブプライムローン(低所得者向け高金利住宅ローン)にかかる資産担保証券の損失拡大、投資ファンドの破綻、それに伴う信用の縮小ともいって終ったようだ。サブプライムローンの損失と円相場の間

には、経済的な因果関係はない。しかし、投資家や投資ファンドはさまざまなリスク・ポジションを同時に保有している場合が多い。サブプライムローンを組み込んだ資産担保証券で損失し、解約が増えた投資ファンドは、他のポジションも縮小せざるを得ない。その結果、海外の株式の売りや円売り持ち高の巻き戻し(円買い)に波及するのだ。

**賢明なリスク判断の基本  
長期的かつ大局的な  
投資スタンス**

私は外貨投資などやめた方がよいと言っているのではない。外貨投資はリスク分散、収益機会の多様化の観点から有益である。問題は円相場の振れに対してどのように対応するかである。

砂山の傾きの例を思い出していた。砂山の傾きはたえず変動するが、傾きを継続的に計測することはできない。砂山の傾きはたえず変動するが、傾きを継続的に計測することはできない。砂山の傾きはたえず変動するが、傾きを継続的に計測することはできない。

80年代前半の円売り・ドル買いの主役は日本の生損保など機関投資家のドル債投資ブームだった。彼らのドル買いは為替相場を均衡水準から大きく円安に乖離させてしまった。結局、85年のプラザ合意以降の急速な円高で彼らの外貨投資は膨大な為替損をもたらした。更に90年代前半には国内の株式、不動産価格の下落で外貨資産の整理・縮小に追い込まれた。95年まで続いた円高のラフへの飛び出しは、経常収支赤字であるにもかかわらず、積極的な外貨投資(資本の輸出)の担い手が日本で不在になったことが背景にある。

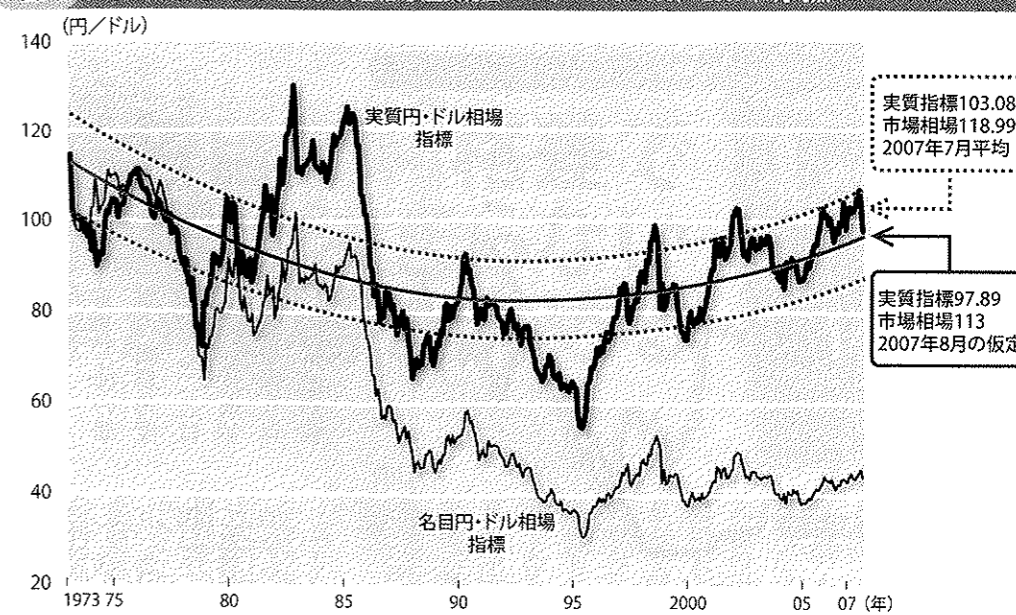
場も同様である。

外貨投資で勝ち越すチャンスは、長期的かつ大局的な投資スタンスを取って初めて可能となる。私自身について言うと、図3の実質相場グラフに従って、円安のラフではドル投資残高を縮小する、あるいはドル資産のヘッジのためにFXトレードで円買い持ち高を作ることを実践している。

反対に円高のラフでは外貨投資残高を増やす。いずれの場合も一発決りめ打ちは危険である。円高、円安ともにポールはどのくらい深くラフに入るかは予想しにくいからだ。分割して買っていく、売っていくのが定石である。円高のラフでドル買いをしても当然ドル相場はもっと下がるかもしれない。ナンピンするにはお金の余裕と少しの勇気が必要だ。しかしポールは必ずフェアウエーに戻ってくる。

念のために言い添えると、フェアウエー自体がゆっくりとだが形を変えてくる。90年時点と00年時点ではフェアウエーの形は同じではない。現在の緩やかな円安の湾曲が将来継続する必然性もない。変化するフェアウエーに合わせた柔軟な投資が必要だ。今回の円高で損をした人も、うまく逃れた人も、目先の相場を追うことはやめて、大局的で合理的な外貨投資を始めようではないか。

図3 円・ドル、名目為替相場と実質為替相場(企業物価ベース) 1973=100、2007年7月時点



(注)2007年8月の数字は1円=113円と想定し、物価変化ゼロと仮定して表示したものの(出所)日銀、米図労働省

おりの中で、①に基づいた手法であるが、インフレ率以外の諸決定変数を省略していることでより単純化されている。

単純化して言うと、趨勢的、長期的な為替相場の均衡水準は2国のインフレ率で決定される。逆に言うと、

5%)でしかない。この関係を文字式で表すと表のようになる。

図3は、73年を基準年とし、73年の通年平均相場を100とした場合の円・ドル相場の変化である。細線が名目相場(市場相場)指標、太線が日米のインフレ率(ここでは企業

なぜポールは円安のラフに飛び出すのだろうか? 内外の資本移動が自由化されていなかった70年代の事情はやや異なるが、自由化された80年代以降の大きな円安では、内外金利格差に誘引された円売り・ドル買い(外貨買い)の動きが大きな役割を果たして

**繰り返されてきた  
高金利通貨ブームとその破裂**

たしてきた。

80年代前半の円売り・ドル買いの主役は日本の生損保など機関投資家のドル債投資ブームだった。彼らのドル買いは為替相場を均衡水準から大きく円安に乖離させてしまった。結局、85年のプラザ合意以降の急速な円高で彼らの外貨投資は膨大な為替損をもたらした。更に90年代前半には国内の株式、不動産価格の下落で外貨資産の整理・縮小に追い込まれた。95年まで続いた円高のラフへの飛び出しは、経常収支赤字であるにもかかわらず、積極的な外貨投資(資本の輸出)の担い手が日本で不在になったことが背景にある。

趨勢的な均衡水準を推測するために、為替相場を2国のインフレ率で調整して実質化して見る必要がある。たとえば、名目の円・ドル相場がある水準から10%ドル安・円高に変化すると同時に、その期間に米国のインフレ率が日本のインフレ率よりも5%高いと想定しよう。インフレ率が高いということは、購買力で測ったドルの価値が円の価値に対して5%減少することを意味する。この場合、実質的なドル安・円高への外為相場の変化は5%≒10%である。

物価)で調整した実質相場指標である。グラフの上方は円安、下方は円高である。グラフの中の緩やかに湾曲する線は実質相場指標に最も近似する2次曲線であり、短期的な変化をならして趨勢を表示するものだ。

現実の為替相場の均衡水準は不変のものではなく、物価指数以外の変数も加わって変化する。簡便法では、近似線を求めることで均衡水準の趨勢的な変化を反映しているとご理解いただきたい。更にひとつの目安として近似線を中心に上限+10%の水準を破線で示した。このレンジを均衡相場レンジだと見立てる。喻えらば、ゴルフのフェアウエーである。実際の相場は円安、あるいは円高のラフに飛び出しては反対方向に戻ることを繰り返してきた。同じグラフは筆者のホームページで公開している。

(http://www.geocities.jp/takenakausa/)

ある時点の 実質円・ドル 相場指数	=	ある時点の 名目円・ドル相場 指数	×	ある時点の 米国の物価指数 ÷ ある時点の 日本の物価指数
-------------------------	---	-------------------------	---	---

(注)為替相場の表示は1円=100円、基準時点の物価指数を100とする