

金融財政 ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2022

2022年(令和4年)

2月17日[木]

第11046号・合併号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 2.17

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	「新しい資本主義」を考える	評論家 額賀 信
解説	4	「なぜ書かない」総裁は不満だった —日銀百年史とニクソン・ショック秘話—	ジャーナリスト 西野智彦
column 照一隅	8	良識の府	木訥
IPリーダー	9	IPランドスケープの効用	正林国際特許商標事務所 所長弁理士 正林真之
経済東奔西走	10	インフレ、経営トップの課題に急浮上【米国】 米有力調査会社が年次調査	
探針(Probe)	11	環境配慮の農業推進 新法策定、現場の取り組み後押し—農水省	
column 采女橋	12	未来を切り開く若者に	
洞察中国	13	止まらぬ少子化、出生数が72年間で最低	日中福祉プランニング代表 王 青
解説	14	行き過ぎた円安 中期的には円高への揺り戻しに警戒を	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 三都物語	18	名付けは難しい	ジャパン・コア・コンピタンス・マネジメント社代表 戸田洋正
1カ月の出来事	19	1月(21年の貿易収支、2年ぶり赤字)	
column スポーツサロン	20	取り返しのつかない「本当のミス」	ゴルフジャーナリスト 船越園子

行き過ぎた円安

中期的には円高への揺り戻しに警戒を

変動相場移行後のドル円相場を見ると、内外金利差などに誘引された円安へのオーバーシュート(行き過ぎ)を起こした後に、急速な円高に揺れ戻すパターンをたどってきた。今回の円安も日米のインフレ率を調整した実質相場で見ると、既に円安の行き過ぎの公算が高く、中期的には円高への揺り戻しが起こるだろう。ただし以前ほど円高には振れない長期的な経常面での需給構造の変化も起こっていることに注意したい。

実質で為替相場を見る

現下の「著しい円安」が日本経済にとってプラスかマイナスかが議論になっている。もともと1ドル115円前後のドル円相場を「著しい円安」と呼ぶ理由が分からない方も少なくないだろう。2010年以降のドル円相場を振り返ると、円最高値は11年の75円台、円最安値は15年の125円台だ。市場相場を見る限り、現在の円相場は著しい円安に

は見えない。

この点を理解するためには、まず為替相場も名目と実質の違いがあることを理解する必要がある。例えば、賃金が前年比で3%増加しても、消費者物価が前年比2%上昇すれば、実質の賃金上昇率は1%にとどまる。為替相場も市場で売買されるレートは名目相場であり、インフレ率で調整した為替相場は実質相場指数と呼ばれる。ただし、為替相場とは2カ国の通貨の交換比率なので、インフ

レ率もドル円の場合は、日本と米国双方のインフレ率が問題になる。

そもそも通貨の価値とは、通貨一単位で買える商品の数量だ。これを通貨の購買力という。物価上昇(インフレ)とは通貨の購買力の低下だ。従って、インフレ率の高い通貨はインフレ率の低い通貨に対して購買力の低下の度合いが大きい。例えば、米国の物価が10年で2倍になる一方、日本の物価水準が変わらない場合、ドルの購買力は半減し、円の購買力

龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東京銀行(現三菱UFJ銀行)入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、09年4月より現職、経済学博士(京都大学)。最新著作「資産形成のための金融・投資論」黄金の波に乗る知の技法(Kindle、20年10月)。

は変わらない。通貨の購買力の変化の差が長期的には2通貨の交換比率である為替相場を決めると考えるのが、相対的購買力平価理論だ。

計算は図表1に示した通り簡単で、前記の例だと起点時点のドル円相場が1ドル200円ならば、10年後の相対的購買力平価は1ドル100円になる。「平価」という用語は為替相場の「理論値」という意味で受け止めていただきたい。

ドル円の相対的購買力平価の過去の推移については、筆者が昔チーフエコノミストを務めた公益財団法人国際通貨研究所のサイトで掲載されているので、ご参照いただきたい。

〈図表1〉相対的購買力平価と実質相場指数の計算式

相対的購買力平価 = 起点時点の為替相場 × (日本の物価指数 / 米国の物価指数)

起点時点の物価指数は100

実質相場指数 = (名目相場 / 相対的購買力平価) × 100

図表1が示す通り、実質相場指数は時々の名目相場がどれだけ相対的購買力平価からドル高、あるいはドル安方向に乖離しているかを示すことになる。図表2は1973年を起

り、図表1が示す通り、実質相場指数は時々の名目相場がどれだけ相対的購買力平価からドル高、あるいはドル安方向に乖離しているかを示すことになる。図表2は1973年を起

名目相場が相対的購買力平価から乖離と回帰を繰り返しながら、それが描く円高・ドル安の長期トレンドに沿っていることが分かる。
また、相対的購買力平価を計算する物価指数として何を使うのが妥当かという問題がある。購買力平価原理は、基本的には貿易財について成り立つと考えられる。従って、非貿易財や国内サービス価格の比重が高い消費者物価指数よりも、貿易財比率の高い企業物価指数(米国では生産者物価指数)を用いるのが妥当だろう。

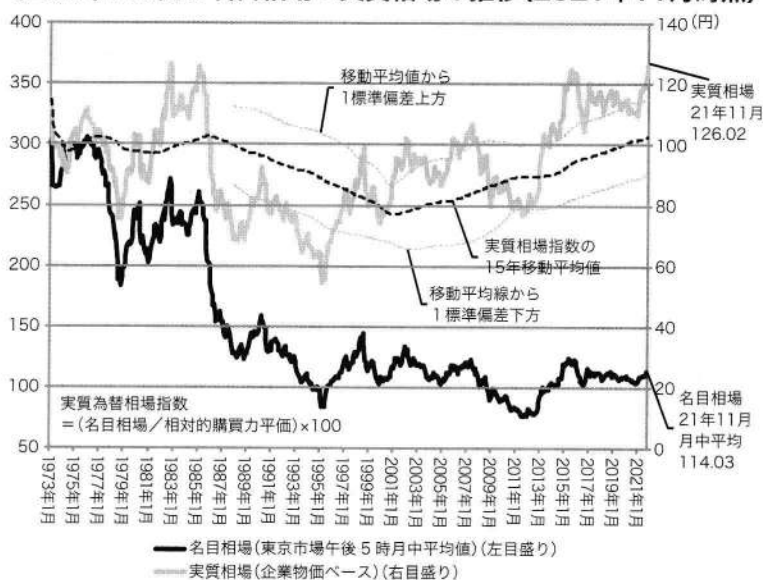
点にした相対的購買力平価に基づいたドル円の実質相場指数の推移である。
名目相場が相対的購買力平価から乖離と回帰を繰り返しながらも長期的にはそのトレンドに沿って変動するということは、実質相場指数はそれ自体の長期の平均値から乖離と回帰を繰り返すということと同じだ。実質相場の乖離度を測るための長期の平均値として、筆者は便宜的に15年移動平均値を使用している。

円売り・高金利通貨買いブーム

図表2を見ると、現下のドル円相場は、実質相場指数としては80年代前半に1ドル250円前後だった時と同じ程度の円安・ドル高であることが分かる。また、73年の変動相場制移行、何らか実質相場指数がその長期平均値から大きく円安・ドル高方向に乖離した後、急激に円高に戻るパターンを繰り返していることも分かる。これら各局面には固有の事情が働いていた。その歴史を手短かに振り返ってみよう。
まず変動相場制移行後で最初に大きな円安・ドル高への乖離が起こったのが80年代前半だ。当時のブーム

の主役は生損保など日本の機関投資家だった。米国では、80年代前半に高インフレを鎮静化させるためマネー供給量を目標にした厳しい量的な金融引き締めが行われた。一方で、レーガン政権の実施した大減税で連邦財政赤字が大幅に拡大した。
こうした金融引き締めと財政赤字の拡大の直接的な効果は、当該通貨(ドル)相場の上昇であることは、今日では標準的な経済モデルの示すところだ。実際、米国の国債の利回りが10%以上に上昇し、日米の金利差が広がった。
これを受けて、日本の機関投資家は、ドルの高金利に魅かれて米国債への投資を急速に増やした。仮に250円の時に、期間10年の米国

〈図表2〉ドル円の名目相場と実質相場の推移(2021年11月時点)



(注) 相対的購買力平価は1973年を起点

(出所) 日本は企業物価指数(日銀)、米国は生産者物価指数(労働省)に基づき筆者作成

債に投資した場合の金利が10%で、日本国債の場合が5%として計算すると、ドル相場が10年後に1ドル157円に下落しても、為替損を差し引いたネットの収益(＝金利収益－為替損)は、相対的に低金利の日本国債に投資した場合と同じになる。つまり157円が日本の投資家のドル債投資の損益分岐点だ。
当時の日本の機関投資家は、1ドル

160円を超えるようなドル相場の下落などは、目先10年間で起こりそうにないと考えた。そして、彼らの円売り・ドル買い自体が大幅な円安方向への乖離を起こしたのだ。

結局、当時のドル高は、米国の輸出産業の価格競争力を損ない、米国の経常収支赤字の拡大と製造業の空洞化を招いた。ドル高を放置できなくなった米国政府は、日本や欧州諸国を巻き込んでドル高是正のために外為市場での政府のドル売り介入と金融緩和策に転じた。これが85年のプラザ合意である。

プラザ合意では日本政府は1ドル240〜250円のドル円相場が200円近辺までドル安になれば十分と考えていた節がある。ところが、ドル相場の下落は200円では止まらず、87年には1ドル120円という少し前には予想もできない円高・ドル安になってしまった。

このような急激なドルの下落を招いたのも、日本の機関投資家の行動だった。保有する米国債の為替損失の急速な拡大に直面して、彼らはドル買い持ち高の為替リスクを減らすために、先物為替取引で大規模な「ドルのヘッジ売り」を始めた。このド

ル売りが、ドル相場のさらなる下落へと拍車を掛けたのだ。結局、80年代後半に生損保は業界全体で兆円単位の巨額な為替損失を計上することになった。

オフバランス取引の利用

円売り・高金利通貨買いの第2次ブームは80年代末から90年代初頭にかけて、不動産、株式バブルの末期に起こった。この時の主役はリース会社やノンバンク系金融機関、一部一般事業法人である。対象となった高通貨も多様化し、米ドル、オーストラリアドル、英国ポンド、イタリア・リラ、スペイン・ペセタなどに広がった。手法も多様化し、先物為替取引に加え、スワップやオプションなど金融派生商品を利用したさまざまな手法が利用された。

当時の各手法については説明を省略するが、いずれも為替の持ち高としては低金利の円売り（あるいはスイスフラン売り）・高金利通貨買いであり、為替相場が円高（スイスフラン高）にならなければ利得を得るが、円高（スイスフラン高）になると為替損が生じるものばかりだった。このブームも劇的な円高クラッシュ

ユで終わった。ドル円相場は90年にいったん1ドル160円前後の円安・ドル高の水準まで戻ったが、その後は95年の1ドル80円まで大きな円高トレンドをたどった。

英国ポンド、イタリア・リラ、スペイン・ペセタなどの当時の欧州の高金利通貨も、92年の欧州通貨危機で急落し、これら欧州通貨相互の為替相場レートを一定の狭いレンジに収めてきたERM（欧州為替相場メカニズム）と呼ばれた制度から、離脱した。海外でも高金利通貨と低金利通貨（スイスフラン）の金利差獲得を狙ったこれら高金利通貨への投資が莫大に膨らんでいたのだ。この時、ヘッジファンドを運営するジョージ・ソロスが外為市場で英国ポンドに大量の売りを浴びせ、そのポンドの為替相場を急落させて大もうけしたことは有名である。

ヘッジファンドの円売り

第3次のブームは90年代後半に起こった。この時の主役は海外、主に米国のヘッジファンドたちであった。94年春に日米貿易不均衡問題でクリントン大統領が、「日本側に改善が期待できないなら、円高になるのも

当然であろう」という趣旨の発言を行った。これを契機に円高ドル安が加速し、95年には1ドル80円台に突入した。日本のバブルの崩壊と同時に急速な円高が進んだというのは一見奇妙であり、不思議に思う人も多いだろう。しかし、以下のような円相場をめぐる需給的な構図を踏まえれば分かる。

90年代前半の株式と不動産のバブル崩壊が日本の生損保の投資資産にも大きな損失をもたらし、リスクテーク余力を失った彼らは外貨資産も圧縮、整理を進めた。この結果、日本の経常収支黒字から生まれる外為市場での外貨の供給に対して、外貨の需要サイドを担っていた彼ら機関投資家の外貨買いが減少し（外貨需要曲線の左シフト）、需給的な均衡点が円高・外貨安に移動したのだ。

95年の円高オーバーシュートに転機をもたらしたのは、当時大蔵省（現財務省）の国際金融局長となった榎原英資氏である。同氏は市場参加者の相場観を反転させるためにさまざまな「演出」を行った。同氏演出に乗ったのがジョーズ・ソロスなどのヘッジファンドたちである。他の市場参加者もやがて追随し、円高・ド

ル安の流れは反転した。

当初は行き過ぎた円高の調整局面であったが、97年になるとアジア通貨危機と呼ばれる通貨・金融危機がロシアや中南米にも伝染し、世界的な金融危機に発展した。日本も株式相場の急落と銀行の不良債権問題や山一証券の巨額隠れ損失が表面化し、金融危機の様相となった。ここでヘッジファンドなどは、「キャリートレード」と呼ばれた円売り投機をさらに大規模に進めた。ヘッジファンドは先物取引での円売りと同時に、日本株にも売りを浴びせた。この結果、98年には140円台後半までの円安となった。

ところが、アジア通貨危機が世界に波及して、損失を抱えた世界中の投資家のリスク資産の圧縮が始まり、円キャリートレードの持ち高縮小（円買い）も始まった。その動きは雪崩現象となり、投機的な為替持ち高を膨らませていた市場参加者らは、損失の増加を回避するための円買い・ドル売りに殺到した。その動きはすさまじく、98年の10月には、わずか2日間でドル相場は130円台から110円台まで急落してしまっ

大衆化した円売りキャリートレード

第4次の円売り・高金利買いブームは2000年代だ。日本がほぼ短期金利ゼロ%状態になる一方、米、英、豪州などの金利格差が拡大し、05年ごろから日本国内では、こうした高金利通貨国の国債に投資する投資信託が年間数兆円も買われた。また、外国為替証拠金取引（FX）トレードや為替先物取引では円売り・高金利通貨買いで内外金利格差を反映して決まるスワップポイントを獲得する円売りキャリートレードが大衆の間でもブームとなった。これら取引の円売り・外貨買い自体が円相場を大きく円安方向にシフトさせた。

この時も07年から08年にかけて米国で住宅バブルが崩壊し、金融危機（リーマン・ショック）になる過程で投資家のリスク資産縮小が一気に進むと、既存の円売り持ち高の急速な手じまい（円買い）で円急騰となり、09年には80円台まで円高が進行した。

第5次のブームは13年から15年にかけてだろう。アベノミクスの「量的・質的金融緩和」が日本のインフレ率引き上げと円安誘導を起こすと

いう期待で、市場参加者の円売り持ち高が積み上がり、125円までの円安が進んだ。ところが異次元緩和から3年を経ても2%のインフレ目標が達成できないことが分かると、16年には持ち高調整の円買い戻して199円台までの揺り戻しが起こった。

今回の円安の要因

それでは、今局面の円安の固有な要因は何だろうか。日米の金利差は以前に比べると小さいが、景気循環的な要因として、米国の量的金融緩和が段階的な終了過程に入り、今年の4月以降は政策金利の引き上げが始まる（日米金利格差が拡大する）という見込みだ。

今日の為替相場の変動に関する標準的な理論は「金利平価理論」である。この理論は二つの命題に分けることができる。第一の命題は2通貨の金利差が一定の下では、高金利通貨は低金利通貨に対して中長期的に金利差分だけ下落することだ。既に見てきたように高金利通貨の国債に投資しても、中長期的に金利格差分は為替の下落で相殺されてしまう。

第二の命題は、金利格差が変化する

際に相対的に金利が上がる通貨が他方に対して上昇するということだ。変化した新しい金利差の下で再び命題1が繰り返される。ただし、現実の為替相場の短期的な変動は、それほど金利格差の変動通りには動かない。その理由は二つある。

一つ目の理由は、現実の市場では市場参加者が先行きの金利格差の変動を予想して、事前に為替の持ち高を積み上げ（今ならばドル買い・円売り）、あるいはヘッジ持ち高などを変化させてしまうことだ。その結果、実際に金利差が拡大する頃には既存持ち高の巻き戻しで相場は反対に動くことが少なくない。実際、前回は15年12月から米国の政策金利引き上げが始まったが、16年夏にかけて120円台から99円までのドル急落となった。

二つ目の理由は、金利平価理論の第二の命題には「市場参加者の為替相場に対する将来の期待値が変わらない限り」という仮定があることだ。米国の現下のインフレ高進が米ドルの長期的な将来の期待値を低下させる場合には、金利差が拡大した分だけドル相場は上がらない。実際には、金利差の拡大に誘引されてドル高方

名付けは難しい

ジャパン・コア・コンピタンス・マネジメント社代表
戸田洋正

新型コロナウイルスに世界保健機関（WHO）が付けた名称はCOVID-19だ。過去のパンデミック（世界的流行）を引き起こした感染症は「スペイン風邪」「香港風邪」などと地名を付けたものもあったが、近年はSARS（重症急性呼吸器症候群）など特定の地域と関係のない名前になっている。また、新型コロナウイルスの変異株の名称は、アルファ・ベータ・ガンマ・デルタ等、ギリシャ文字のアルファベット順に命名されてきた。ところが、今回アフリカで確認された非常に感染力の強い変異株はオミクロンというギリシャ文字が付けられた。アルファベット順でいけば次はニューとクサイという文字がくるはずなのに、それらは使用されなかった。ニューは恐らく英語のNewと混同されやすいから避けたのである。次のクサイも飛ばしたの、クサイは英語でXiと表記し、それは中国の習近平国家主席の「習」の英語表記「Xi」と同じなので、WHOが中国に遠慮して避けたのだろう。

習という姓は中国でもそれほど多くはないようだ。王・李・張などのようにトップ100には入っていない。中国ではトップ100の姓だけで全国民の8割以上を占めるそうだが、しかし、何しろ14億人の人口を有する国なので習姓の人々の絶対数は少なくない。日本にも埼玉県や鹿児島県に習を姓とする人々がおられる。いずれにしろ、不快に感じる人がいる名称は避けるのが賢明な判断だろう。

1918年から世界各地で猛威を振るい、パンデミックとなったH1N1型ウイルスのスペイン風邪は、名称からしてスペインが発生地のように誤解されることも多いが、スペインは発生地ではない。当時は第1次世界大戦の最中であり、各国は自国の感染状況や死者数を「軍事機密」として公表しなかった。そのため世界中で対策が遅れ、少なくとも5000万人以上（1億人以上との説もある）の死者を出してしまった。戦争には中立だったスペインだけは感染状況を公表していたので、

スペインの感染情報だけが世界に大きく報道される結果となった。68年のH3N2型ウイルスの香港風邪も同様に、中国本土で発生したとみられるが、人口密度の高い香港で感染爆発が起こったためこの名称で呼ばれる。さらに77年の「ソ連風邪」も中国北部で発生したH1N1型ウイルスがシベリアやロシア西部で大流行したためこの名が付いた。

WHO（世界気象機関）ではハリケーンに「カトリナ」など人名を付けている。もともとは女性名だったが、後に男女同様に反するとの理由で男女の名前を交互にアルファベット順に付けるようになった。ただ、最近では気候変動でハリケーンが多発するため、アルファベット順に28の名前だけでは足りなくなってきた。おり、別の人名でアルファベットをもう一巡させるリストを作っている。

自分と同じ名前ハリケーンが猛威を振るうと、イメージが悪くなるとして人々に恨まれないだろうか。感染症も気候変動も実にさまざまなところまで迷惑を及ぼしている。

向にオーバーシュートした後に反落し、実質相場が長期の移動平均値に回帰するパターンを繰り返してきた。以上を踏まえて、筆者は今のドル高・円安も既にオーバーシュート局面にあり、その後に円高への戻りが起こると判断している。ただし以前ほど大幅な円高にはなりそうにない趨勢的な需給的要因も働いている。それを一言でいうと、日本企業の輸出から海外直接投資（現地生産）へのシフトが進んでいることだ。現在の日本の経常収支黒字は19・8兆円（16〜20年平均）と依然大きい、そのほとんどはかつてのように大半が円転換（円買い）される貿易黒字ではなく、対外的な配当や利息の受け払い収支である第1次所得収支から成る。

所得収支の半分を占める直接投資からの受け取り所得は高い比率で海外に再投資されており、これが経常的な外貨売り・円買いを細らせている。こうした趨勢的な円安方向への需給構造の変化に既述のドル金利上昇期待という循環的な円安要因が加わっているのが、今の円安だと考えられる。