

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2023

2023年(令和5年)

1月5日[木]

第11118号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 1.5

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	2023年の主要国経済と中央銀行	慶応大学総合政策学部教授 白井さゆり
解説	4	大きな試練に直面する日本の半導体産業	経済評論家 加谷珪一
column 照一隅	8	淀橋に思う～相続手続きのデジタル化	点々
キーパーソン	8	英国	
書評	9	前田啓介 著 「昭和の参謀」	
連載	10	【新・歴史夜話】 工業化の波と左右全体主義のせめぎ合い ファシズムの登場	東京海洋大学非常勤講師 海上知明
キーパーソン	13	フランス	
解説	14	23年はさらに円高か 日米金利格差と乱高下のドル円相場	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column インサイド	18	「先物発祥」の堂島、貴金属に活路	
放眼日中	19	バンコクの赤バス	コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努
column スポーツサロン	20	難病克服の早大ラガーの強さと献身と感謝	ノンフィクションライター 松瀬 学

23年はさらに円高か

日米金利格差と乱高下のドル円相場

年初1ドル＝115円前後でスタートした2022年のドル円相場は、ドル金利の引き上げによる日米金利格差の急拡大を材料に9月には151円台までの円急落となった後、12月には一転、131円前後まで円高に戻るといふ乱高下の1年間となった。ドル円相場のこの動きは日米金利格差の変動でどの程度説明できるのか。23年以降はさらに円高か、それとも再び円安か。それに伴って日米の株価はどうか、考えてみよう。

日米金利格差の変化で どれほど説明できるのか

年初1ドル＝115円前後でスタートした22年のドル円相場は、9月に151円台まで急激な円安が進んだ後に一転し、12月には131円前後まで円高に戻すという乱高下の1年となった。急速なドル高・円安の要因は、米国で予想を超えた高インフレに対処するために3月以降、FRBが急速に金融引き締め・金利

引き上げに転じた結果、日米の金利格差が急拡大したことだとされている。

それでは日米の金利格差の変動で実際の程度ドル円相場が説明できるのか、簡単な検証を試みよう。

図表1は10年物の米国債と日本国債の金利格差の推移（灰色線）とドル円相場（黒線）の推移（週間引値）である。これを見ると、22年初から金利格差とドル円相場の変化がよく重なっていることが分かる。

そこでさらに週間引値で前週比のドル円相場の変化率と金利格差の変化（差分）を単回帰した散布図が図表2だ。横軸の金利格差が拡大（縮小）するとドル高・円安（ドル安・円高）という正の相関関係が見られる。最大値で1となる相関係数（R）は0.680、決定係数（R²）は0.463であり、この種のマクロ金融データの関係性としてはかなり高い。これは金利格差の変動でドル円相場の週次の変動の46%を説明で

きることを意味する。ちなみに観測期間を20年1月まで遡ると、決定係数は0.359まで下がるものの、同様の関係性が見られる。

また10月に4%を少し超えた10年物米国債の利回りは、FRBの政策金利の引き上げテンポが今後穏やかになるといふ期待で12月初旬には3.5%前後まで低下した。この間、10年物日本国債の利回りは、日銀の現下のイールドカーブ・コントロールの上限である0.25%にほぼ張り付いた状態だったので、日米金利格差は約0.5%縮小しており、1ドル＝150円近辺から130円台へのドル急落・円急騰も概ねこの金利格

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（現三菱東京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、2020年10月）。

差縮小に反応して起こったことが分かる。

市場参加者の「材料」としての金利格差

外国為替相場の伝統的な説明理論である「金利平価原理」は、文章にすると次の二つの要素からなる。①2国間の金利格差が一定である場合には、高金利通貨は低金利通貨に対して、金利差の分だけ下落する②2通貨のうち一方の通貨の金利が上がる（下がる）場合は、金利が上がる（下がる）通貨が他方の通貨に対して

〈図表1〉ドル円相場と日米10年物国債利回り格差の推移



して相場が上昇（下落）する。

昨年起こったドル円相場の変動は、まさに金利平価原理の②の示す通りに見えるだろう。ただし注意が必要なのは、図表1が示す通り、より長期で見ると、金利格差と為替相場の関係性はあまり安定的ではない。為替相場の変動が金利差の変動とは関係なく、他の要因で動いている局面も少なくない。

現実の外為市場では、金利格差の変動に反応して資金を実際に円債とドル債の間で移動させている投資家による売買は実は一部に過ぎない。むしろ、先物為替取引や取引所のフューチャー取引を使って投機目的で売買している参加者の売買量が市場の出来高を圧倒している。

こうした短期取引中心のプレイヤーの間では相場の局面次第で、ある時には金利格差の変化が、またある時には貿易収支や経常収支の不均衡が「相場材料」として流行り、その材料に注目した売買が繰り返される。そうした相場材料の流行り廃りはかなり気まぐれだ。その結果、短期的な相場変動が特定の経済的・金融的な変数と安定的な関係を形成することはない。

ともあれ、このような金利格差を

注目材料にした「金利相場」は、変動相場制下のドル円相場史上、過去何度も起こっている。最も大規模で中期的に持続したのは、1980年代前半だろう。第2次オイルショック後の80年、インフレ率が高騰した米国では、当時FRBのボルガー議長が高インフレの沈静化のために単なる金利引き上げではなく、通貨供給量の伸び率をコントロールするというマネタリスト的な「量的な引き締め政策」を行った。通貨供給量を操作の目標に据えたので、金利水準は短期のフェデラルファンド・レートも市場の需給に任せることになった。

その結果、短期金利も長期金利も10%を超えて急騰し、米国の内外金利格差の拡大に誘引されて日本を含む他先進国から米国債を買う動きが強まり、ドル金利高・ドル高の相場となった。毎週公表される通貨供給量の増減とそれに反応したドル金利の上げ下げを材料に、市場参加者が外為市場でドルを売買する動きが続いた。

そうした金利相場が終焉したのは85年のプラザ合意でG7のドル相場

の下落誘導が合意され、協調ドル売り介入でドル相場が急落した時だった。ドル相場は85年の1ドル＝240円前後から87年には120円まで急落した。

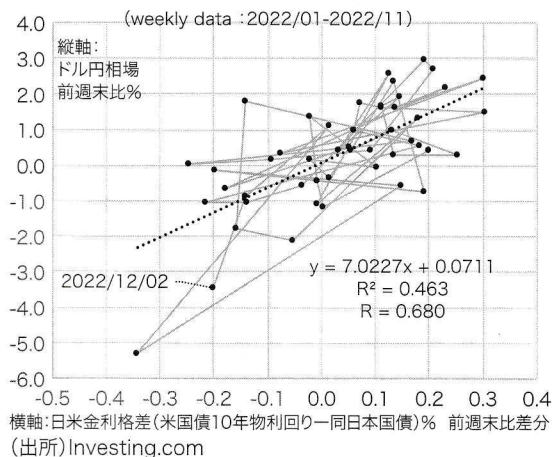
こうして金利相場が終焉した後、80年代後半にドル相場を支配した「相場材料」は米国の対外不均衡だった。毎月発表される米国の貿易収支の赤字が拡大するとドル売り、縮小するとドル買いという短期的な相場パターンが80年代後半の基調を支配した。

米国の景気後退でドル相場は一段の円高へ

目下のドル円相場を支配している金利相場はまだ当分続きそうだ。一方、23年以降の米国景気は金融引き締め・金利引き上げで景気後退局面に移行するという予想がエコノミストのコンセンサスになっている。目先1年ほどで景気後退に移行するという予想が、エコノミストの間でこれほど強いコンセンサスになったことは過去四半世紀ないことだ。

なぜだろうか。振り返ると、2001年のITバブル崩壊による比較的短い景気後退、07年から09年の住宅バブル崩壊と金融危機による

〈図表2〉日米金利格差とドル円相場の変化



深刻な景気後退、そして20年春の新型コロナウイルス感染による鋭いが短い景気後退、いずれもトリッキーな要因によるもので、景気後退予想という事前のコンセンサスはほとんど形成されなかった。

しかしながら、現下の状況は「景気過熱→インフレ高騰→金融引き締め・金利引き上げ→インフレの沈静化と景気後退」という米国の戦後の景気循環の典型的なパターンを辿っているように見える。その結果、エコノミストのコンセンサスが形成されやすいのだろう。

景気後退の先行シグナルとしてエ

コノミストの間で有名なのは、長短金利の逆転だ。FRBが短期の政策金利として誘導している銀行間金融市場におけるフェデラルフアンド・レートと10年物米国債の利回り格差に注目しよう。通常時の長期金利と短期金利の格差は、長期金利の方が高い順イールドである。

ところが1962年以降、この長短金利格差がマイナスに逆転したケースが11回ある。そのうち8回のケースにおいて平均1年余りの期間の後、景気後退が起きている。確率的には73%だ。この8回のケースで長短金利逆転が起こってから、景気後退が始まるまでの平均期間は14・1カ月、最長は21カ月(1969〜70年のケース)、最短は9カ月(2020年と1973〜74年のケース)だ。なぜ長短金利格差の逆転が景気後退の先行指標になるのか。これは単なるジンクスではない。

それは債券投資家と資金調達者(企業)の将来予測的な投資行動を反映するからだ。景気のピーク圏では短期金利はそれまでの金融引き締めの結果、上昇している。その状況

下で債券投資家層が近い将来の景気後退を予想すると、先行きの金利低下を見越して、長期固定金利での資金運用を増やす(長期債券購入→長期債券の価格上昇と利回り低下)。

一方、資金調達企業は先行きの金利の低下を見越して、長期固定金利での調達を減らし(長期債券発行の減少)、それまでは短期資金の調達でつなぐ。その結果、長期債利回りは短期金利に対して相対的に下がり、長短金利差は縮小、さらには逆転する傾向が生じるのだ。

もちろん、市場参加者の将来予想が常に正しいわけではない。しかし、こうした債券価格に織り込まれた市場参加者全体の景気に関する将来予想は、比較的高い確率で実現すると考えられる。長短金利格差はFRB自身も注目している指標の一つだ。

それでは実際に米国の景気後退が始まった時に、金利の再低下に合わせドル円相場はどのくらいドル安・円高になるだろうか。この点について図表2に基づいて、この日米金利格差とドル円相場の関係性から示唆される結果を考えてみよう。

単回帰で得られた線形近似線の傾き(方程式の係数)は7・0である。

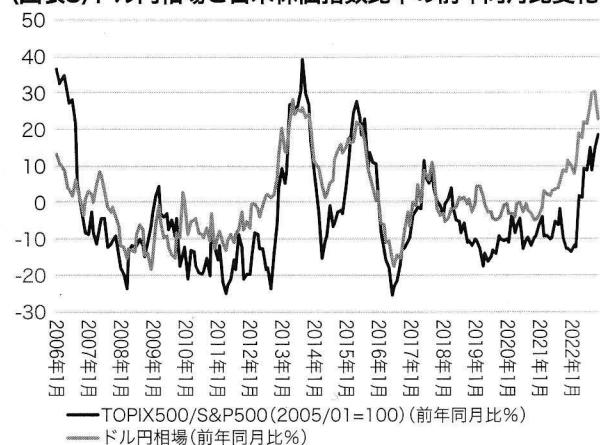
つまり、日米10年物国債利回りが1%縮小すると、平均的に約7%のドル安・円高の変化を起こすことを意味している。ドル円136円前後、米10年物国債利回り3・5%前後を基準に考えると、米国の長期金利が1%低下した場合(円の長期金利は不変として)、ドル円相場は126円台まで下落し得る。もし2%の米国債利回り低下ならば、117円前後だ。

もつとも、ドル金利の引き上げはまだ終わつたわけではなく、来年前半中には5%前後まで上昇するだろう。10年物米国債利回りもまだ上昇の可能性は残っている。また、既述の通り、日米金利格差とドル円相場の関係性は中長期では安定的ではないので、これはあくまでも考える上でのめどに過ぎない。

日米株価比率とドル円相場の特殊な関係

日米株価の相対的な変動とドル円相場には興味深い特性がある。図表3の黒い折れ線は、日本の株価指数TOPIX500(時価総額の大きい500社)を分子に置き、米国株価指数S&P500(ドル建て)を分母に置いて割り算し

【図表3】ドル円相場と日米株価指数比率の前年同月比変化



(出所)Investing.com

(TOPIX500/S&P500、以下「日米株価比率」と記す)、その前年同月比(%)の変化を示したものだ。一方、灰色の折れ線はドル円相場の前年同月比(%)である(いずれも月末終値)。

ドル円相場がドル高・円安に振れている時は、日米株価比率もプラス方向に動いている(日本株が米国株に対して相対的に上がっている)。逆にドル安・円高に振れている時は、日米株価比率もマイナス方向に下がっている(日本株が米国株に対して相対的に下がっている)ことが分かる。

る。昨年は年初からのドル高・円安に伴って日米株価比率も急騰(日本株が相対的に上昇)している。

二つの変数の関係性は有意であり(関係は偶然ではない)、最大値で1になる正の相関係数は0.74、説明度を示す決定係数は0.54だ。この種のマクロ金融系の変数の関係性としてはかなり高い。

「米国の投資家が日本株を買う時はドル売り・円買いになるので、日本株高と円高になりそうなのに、なぜ逆になるのか」と思う人も少なくないだろう。実際に、途上国市場では「現地通貨高・現地株高」「現地通貨安・現地株安」というパターンがむしろ一般的だ。

しかし、日米欧の先進国市場では、海外投資家が現地通貨を調達して現地株を買うこと(外為取引が生じない)、または為替リスクをヘッジするために為替先物取引を利用すること(外為相場リスクが生じない)などが多く、為替相場と株価の関係は真逆になり得るのだ。

ただしこの関係性は2020年から21年にかけて一時的に弱まる。しかし22年初から再び強い傾向として蘇った。実際、昨年の相場も、米国株価指数は1月の高値から8月の安値まで25.6%も下落した後、高値からまだ16.4%低い水準にある。一方、日本の株価指数は総じて底堅く推移し、この結果1月末から日米株価比率は19%(11月25日時点)も上昇した。

これと並行して、年初来ドル高・円安が進み、一時150円を超え、その後131円前後まで円高に揺れ戻したが、年初比では大幅な円安のまま。つまり円安・ドル高と並行して相対的な日本株堅調のトレンドが継続している。

このドル円相場と日本株価の関係は、これまで私を含む市場系エコノミストは「リスクオン時の円安・日本株高」「リスクオフ時の円高・日本株安」として考えていた。つまり投資家層がリスクテークに積極的になる楽観的な相場環境(リスクオン)では、為替相場では低金利の円を売り、高金利通貨を買うキャリー取引が活発になり、同時に日本株を買う動きが強まる。一方、投資家層がリスク回避に走る不安な局面(リスクオフ)では、円売りキャリー取引の巻き戻しで円買いが強まり(円高)、

同時に日本株も売られるという構図だ。

そうした視点からは、今の局面は大幅な円安だが、日本株が高値を更新するような状況ではないので「円安・日本株高のパターンは終わった」という見方が出ていた。さらには円安でも株価が上昇しなくなった日本経済は弱体化したという悲観論を煽るメディア記事もある。

しかしながら、金融・投資のグローバル化した現代、ドル金利上昇に反応して米国株価が年初来大幅に下落する局面で日本株だけが高値を更新するはずもない。むしろここで示したように、日米株価の相対的な変動とドル円相場の関係で見る方が適切だろうというのが本論の提起である。

ではなぜ円安・ドル高で米国株に対する日本株の相対的な上昇が起こるのか。実体経済面からの最も分かりやすい説明は、円安・ドル高による日本企業の増益効果だろう。90年代以降の日本製造業の生産ラインの海外シフトにより、円安・ドル高で輸出が増加する効果は90年代以降、次第に小さくなった。しかしながら、海外現地法人の利益は外貨建てで発

「先物発祥」の堂島、貴金属に活路

INSIDE

IDE



【二角形】

堂島取引所（以下、堂島）が、転機を迎えている。主力だったコメ先物の取引は2022年6月に事実上終了。代わりに9月に金、銀、白金の試験上場に向け、経済産業相と農林水産相に認可を申請した。手続きが順調に進めば23年3月に貴金属取引が始まるが、祖業のコメ取引再開への壁は厚い。

堂島は、江戸時代に現在の大阪市中心部で発足した「堂島米会所」がルーツ。明治政府がいったん廃止したが、間もなく復活。日中戦争勃発後に再び廃止されたものの、2011年に試験上場ながら関西と東京でコメ先物取引が再開。13年には大阪に一本化された。

これを引き継いだ堂島は本上場への切り替えを農水省に申請。中塚一宏社長（当時）は「認可されない理由はない」と大見えを切ったが、結果は不認可だった。これを受け、堂島は試験上場の延長も断念。堂島はトウモロコシや大豆、小豆も上場しているが、これらも出来高ゼロの状態が続いている。

22年6月には中塚氏が社長を退任。堂島の大株主であるSBIグループ出身の村田雅志氏が後任となった。「取引のない取引所」（村田氏）という状況を打開するため、まず取引組んだのが貴金属の試験上場だ。取引に参加する業者を集め、就任後3カ月足らずで認可申請にこぎ着けた。

SBIグループも支援の構えだ。SBI証券は株式以外にも、外国為替証拠金取引（FX取引）を手掛ける。これは手元資金に比べて大きな取引が可能となるのが特徴で、金などの商品先物と親和性がある。

堂島が認可申請した貴金属取引は、日本取引所グループ（JPX）傘下の大阪取引所が運営する既存市場に比べて取引単位が小さく、小口の個人投資家でも参入しやすい。SBI証券は、動画コンテンツの提供やインターネット交流サイト（SNS）の活用を通じ、自社の顧客を堂島に誘導する方針だ。一方、堂島の祖業であるコメ先

物取引の再開は見通せそうにない。野村哲郎農水相は11月の記者会見で、堂島のコメ本上場不認可に関連して「先物というのは投機性がある。主食である米に対して投機的な相場形成というのはいかなものか、というのが自民党内からも相当出てきた」と発言した。

堂島のコメ先物本上場が認められなかった背景には、自民党農林族の強硬な反対論があったとされる。実は当時、その農林族の一角を占めていたのが野村氏だ。同会見では、改めて「投機筋が入ってくると、急に（価格を）上げたりとか下げたりとかという意図的な操作が行われる場合もある」と、先物取引への嫌悪感を示した。

村田社長もそこは承知で、「多くの関係者の賛同を得られなければ、また（不認可を）繰り返すだけというのしかかっている」と語る。コメ先物の復活を急がず、当面は貴金属市場を軌道に乗せ、経営を安定させることに集中する。

生しており、その円換算は円安で増加し、国際収支上は所得収支の黒字増加となっている。

実際、2022年4～6月の企業部門の経常利益総額（全産業含む金融・保険）は前年同期比14・2%増加の32・2兆円であり、これは四半期ベースで過去のピークである18年4～6月の30兆円を超えている。また、リーマン・ショックで利益が落ち込む前の08年4～6月期を起点にした過去14年間の年平均経常利益伸び率は+4・7%と悪くない。

ただし、グローバルな投資家層の直面している状況は、欧米を中心とする予想を超えたインフレの高進とそれに対応する金融引き締め、金利引き上げなので、リスク回避的な姿勢がまだ強く、日本株も高値を更新するような状況にないだけと言える。

以上まとめると、目先1～2年を展望すると、日本の投資家にとっては、米国の景気後退で日米金利格差縮小による円高・ドル安が円換算の外貨資産価値を減少させると同時に、日本株の投資成績が米国株に対して劣後するという局面に、いずれまた直面する可能性が高い。