

(年金展望台)：円安の主因—投機的取引ではなくファンダメンタルズ

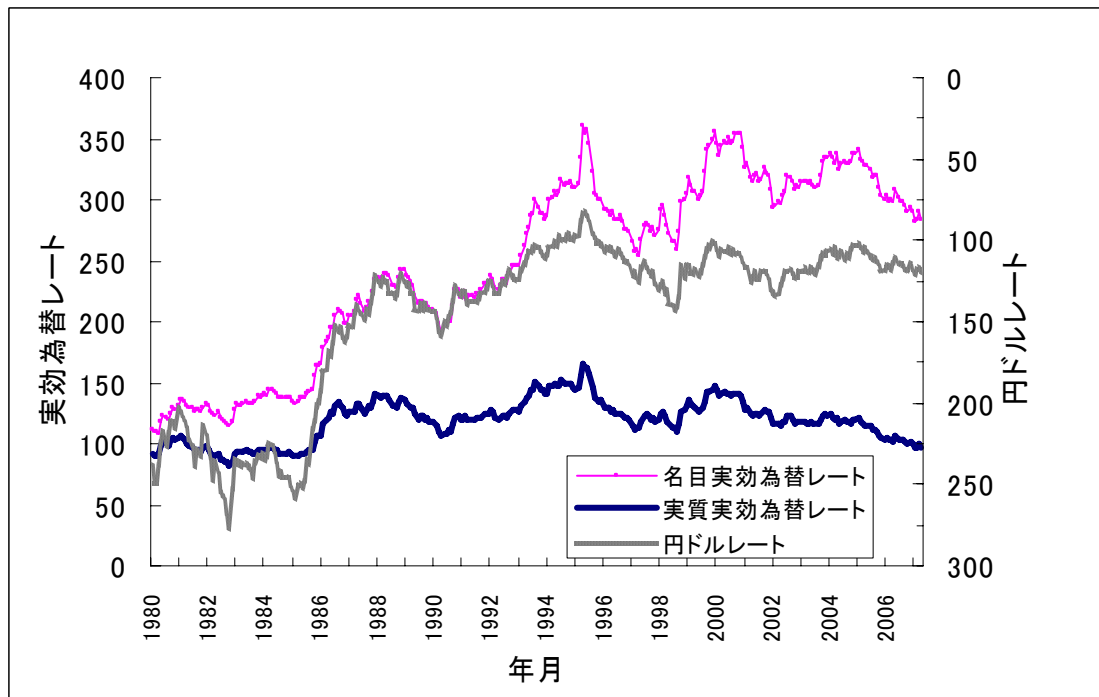
円安が異常に進んでいるという。本当に異常なのか。円キャリー取引に一因を求めるのもいいが、日本経済の実力を直視して、GDP 成長率や人口問題から判断するかぎり、円の実力を過大視すべきではない。年金の資産運用として、海外投資の位置づけを再考すべきであろう。

円安の流れが止まりそうにない。米ドル為替レートでみるかぎり 120 円前後は驚くべき水準ではないが、一方でユーロは 160 円台を超えてしまった。かつて 1 ユーロ 80 円台もあったことが夢のようだ。そんなことを知らなくても、ヨーロッパ旅行では、現地の物価の高さを思い知らされる。国内にいても、ワインやブランド品の値上がりが目立つ。ユーロだけではない。英ポンド、豪ドル、韓国ウォンなども高値にある。

この円の実力を総合的に表現するものが、日銀の月次公表している実効為替レートである。この実効為替レートとは、日本からの輸出総額の 1%以上を占めている国（もしくは地域）を選び出し、その国（地域）の通貨と日本円との為替レートを、その国（地域）への輸出ウエイトで加重平均したものである。正確には、名目実効為替レートと呼ばれる。

とはいえ、名目実効為替レートが円の実力を正しく示すわけではない。年月が経過するに従い、輸出相手国との物価変動の差異が影響してくるからである。そこで、物価変動の差異を調整し、円の本当の実力を示そうとするのが実質実効為替レートである。

図表1：外国為替レートの推移



注：実効為替レートは、円が変動相場制に移行した直後の 1973 年 3 月=100 として計算。

資料：日本銀行のデータに基づいて作成。

図表1は1980年以降の、円ドルレート、名目実効為替レート、実質実効為替レートの動きを示している。ともに、上方が円高、下方が円安になるよう描いている。これによれば1995年を境にして円高の流れが円安に転換したように見える。円ドルレートや名目実効為替レートはそれほどではないが、実質実効為替レートでは、1995年以降、円安が続いている。とくに2000年以降、一方的な円安である。ちなみに、この4月末の実質実効為替レートと同じ水準を過去に見つけるには、1985年以前に遡らなければならない。

現在の円安を説明する流行の説明は、「投機的な円キャリー取引」、すなわち内外の金利差を利用した資金売買が主因だとするものである。この円キャリー取引の規模が20兆円台を超えているとの推計もある。円キャリー取引を行っているのは為替のプロだけではない。外国為替証拠金取引も、個人が行う円キャリー取引であろう。

この円キャリー取引が、短期的な為替レートの動きを左右しているのは確かである。しかし、それだけで2000年以降の一方的な円安を説明できるのだろうか。無理だろう。投機が相場の流れを決めるのは、ごく短い期間にすぎない。長期的な相場の流れは、ファンダメンタルズが左右する。これは金利市場、証券市場、通貨市場に共通である。

では、何が為替レートの流れを円高から円安へと転換させたのか。答えは、日本経済と海外経済の活況度の差にあると考えたい。

たとえば、GDPをみてみよう。IMFの統計によれば、1995年当時、日本のGDP（名目、米ドルベース）は全世界の18%を占めていた。ところが、10年後の2005年には10%にまで低下している。さらに、2008年には8%にまで低下するとIMFは予測している。この日本のシェア低下の裏側には、中国やインドに象徴される新興国の成長がある。ちなみに、2008年には、この中国とインドを合わせたGDPのシェアは8%に達し、日本と肩を並べると予測されている。

だが、日本のGDPのシェア低下の原因は新興国の成長だけではない。1995年と2005年を比べると、アメリカのシェアは25%と28%、EUは31%と31%である。EUが横這いに対して、アメリカは少し上昇しているわけだ。このことから、日本の国際的な地位の低下がいかに顕著か、理解できるだろう。

もっとも、以上の説明に対して、反論がありうる。つまり、日本の地位低下を米ドルベースでのGDPで説明するのはトートロジーだというものである。そこで、同じIMFの統計から、実質GDPベースでの成長率を見てみたい。これによれば、1995年以降と2000年以降の、5年刻みの日本の成長率は1.0%と1.3%である。一方、世界全体は3.9%と4.0%、アメリカは4.1%と2.4%、EUは2.9%と1.9%である。やはり、日本経済は見劣りがする。

円キャリー取引の誘引は金利水準の差にある。円資金を低い金利で調達する一方で、その円資金を高い金利を提示する国の資金に変換、投資したとしよう。その場合、為替レートが金利差以上の率で円高にならないかぎり儲かるわけだ（巻末に続く）。

問題は、では金利差が何によって生じるのかである。ここで考えなければならないのは、金利水準が経済の活動水準を表現していることである。政治や経済が不安定なためにインフレ率が極めて高く、それにつれて金利も高いならともかく、日本や欧米のような国においては、金利水準は経済活発度の代理変数でもある。日本の金利が10年国債金利で依然として1%台にあるということは、「その程度の経済活動水準でしかない」ことを端的に表現している。これに対し、ヨーロッパは3%台、アメリカは4%台である。どちらが金利として正常な水準なのか。言うまでもないだろう。

年金の資金運用を考えると、何よりもポートフォリオの選択が重要である。そのポートフォリオを決定する基準としては、日本や欧米などの経済活動をいかに想定するのが重要となる。過去のインデックスの水準や投資パフォーマンスをいくら統計的に解析したところで、その数字が表現する経済的な背景を見落としてしまえば、骨折り損である。

「日本の金利水準が極めて低いから、それを補うため不動産、オルタナティブや商品ファンドの積極的な活用を考えるべきだ」と結論づける前に、もう一度、海外投資を考慮してみてもどうだろうか。「外国為替市場が効率的であるのなら、内外の金利差は為替レートの変動によって相殺されてしまうものだ」との考え方もあろうが、現実には相殺されてこなかった。もちろん、1995年以降、海外投資が高い投資パフォーマンスを示してきたからといって、今後もそうだと保証できるものではない。しかし、不動産やオルタナティブへの投資を検討するくらい余裕があれば、それよりもはるかに流動性の高い市場である海外投資の再考は十二分に値打ちがあると思ってしまう。

(京都大学大学院経営管理研究部 川北 英隆)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082 E-mail：report@nli-research.co.jp

Web アドレス：http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複製、引用、配布することを禁じます。