

国際分散投資（7） - 為替レート的基本的概念

グローバル運用を行って、外貨建て資産を保有する場合、為替レートの変動が大きくなりリスクとなる。そこで、今回は、為替リスクを理解するため、為替レートの変動を説明する仮説を紹介する。

為替レートの変動を説明するためには、自国と外国の為替、金利、インフレの基本的な関係を把握することが必要であろう。これらの関係については、次のような仮説がある。

- (1) スポットの為替レートとインフレの関係についての「購買力平価」
- (2) 金利とインフレの関係についての「国際フィッシャー関係」
- (3) フォワードと将来の期待スポット為替レートの関係についての「為替レートの期待」
- (4) スポット、フォワードの為替レートと、金利の関係についての「金利パリティ」

「購買力平価説」は、国際貿易に制限がなく、為替に取引コストがかからないと仮定すれば、同一の商品は、どこの国においても、値段が同じとの考えである。ある商品の価格がアメリカ国内で 100 ドル、日本国内で 12,000 円であれば、交換レートは 1 ドル=120 円となる。

仮に、アメリカに比べて日本の物価が上昇（同じ商品が 13,000 円に）すれば、日本の通貨が下がる（1 ドル=130 円）ことになる。もしも、1 ドル=120 円で変化がないと、日本が輸入するアメリカの商品（12,000 円のまま）が増え、そのために、ドルの需要が増加して、ドル高（最後には 1 ドル=130 円）になってしまう。この関係を表わしたのが、式(1)である。

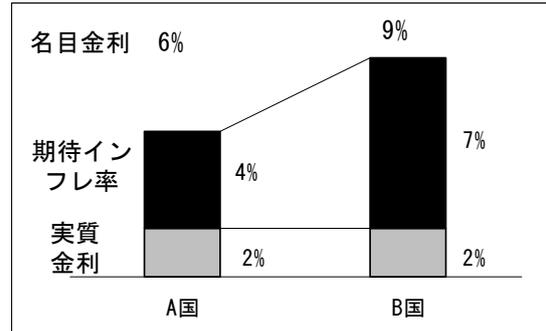
$$\text{式(1)} : \frac{\text{1期間後の自国通貨の外貨建ての額 (将来のスポット・レート)}}{\text{現在の自国通貨の外貨建ての額 (現在のスポット・レート)}} = \frac{1+\text{外国のインフレ率}}{1+\text{自国のインフレ率}}$$

購買力平価説に従えば、リスクが同じ資産の実質利回りは、すべての国で等しくなり、為替レートの変化は、各国のインフレ率格差を反映したものになる。実証分析では、長期的に、うまく当てはまる場合が多いことが分かっているものの、短期の為替レート変動には説明力が弱い。これは、インフレ率の計測に用いる消費財バスケットが国によって異なること、実際の国際取引には大きなコストがかかること、上記のような裁定取引には時間がかかること、資本取引が為替レートの短期変動を引き起こす場合が多いこと、などが理由である。

「国際フィッシャー仮説」は、名目金利を、実質金利と期待インフレ率に分解して、資本移動に制約がない場合には、各国の実質金利がすべて同じになるので、名目金利の差は、期待インフレ率の差によると考えるものである（図1）。

しかし、各国の実質金利が同じことを実証するのは困難である。さりとて、実質金利差を利用して自由に投資を行えるわけでないし、取引コストも嵩む可能性があるため、フィッシャー仮説も、短期的には当てはまらにくいといえるだろう。

図1 国際フィッシャー仮説の例



「為替レートの期待仮説」では、現在のフォワード・レートは、期待される将来のスポット・レートに等しいことになる。仮に、1ヵ月後のスポット・レートが、確実に1ドル=120円になると「期待」でき、現在の1ヵ月のフォワード・レートが130円なら、1ドルにつき10円の利益を得られ、無リスクの裁定取引の機会があることになる。そこで、現在のフォワード・レートが、将来の「期待スポット・レート」水準まで修正される、というわけである。

しかし、この仮説も、実際に「期待スポット・レート」を計測できないため、実証が難しい。また、フォワード・レートと将来のスポット・レートを比較して、フォワード・レートによる、将来のスポット・レート予測が困難、との実証分析が行われている。

「(カバード)金利パリティ」とは、為替リスクが完全にヘッジされている場合に、共通の通貨で表わした金利が、すべての国で等しくなる、という式(2)の条件である。もしも、この条件が成立しない場合には、裁定取引により利益が生じることになってしまう。

$$\text{式(2)} : \frac{1 + \text{外国の名目金利}}{1 + \text{自国の名目金利}} = \frac{\text{今から1期間後に受渡しのフォワード・レート}}{\text{スポット・レート}}$$

式(2)からは、フォワード・レートを求めることが可能である。例えば、ドル円のスポット・レートが130円、1年物円金利が1.5%、1年物ドル金利が5.8%であるとき、1年物ドル円のフォワード・レートは、 $F = \frac{1}{1/130} \times \frac{1.015}{1.058} = 124.72$ のように求めることができる。

以上、為替レートの理解につながる4つの仮説を紹介した。「購買力平価説」が妥当すれば、長期的に、為替レートは国ごとのインフレ率の違いを反映するだけで、資産の実質リターンに影響を与えないものといえる。また、「金利パリティ」によれば、為替リスクをヘッジすれば、共通の通貨で表わす場合、すべての国の金利が等しくなるといえる。

ところで、外貨建て資産に投資する場合には、為替リスクをヘッジするか否かが大きな問題となるので、今回は、為替ヘッジについて取り上げる。