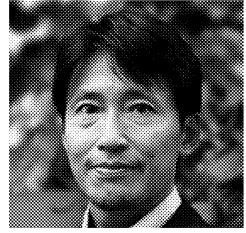


よしだ・ゆうし
68年生まれ。大阪大博士(経済学)。専門は国際金融、国際経済、外国為替市場

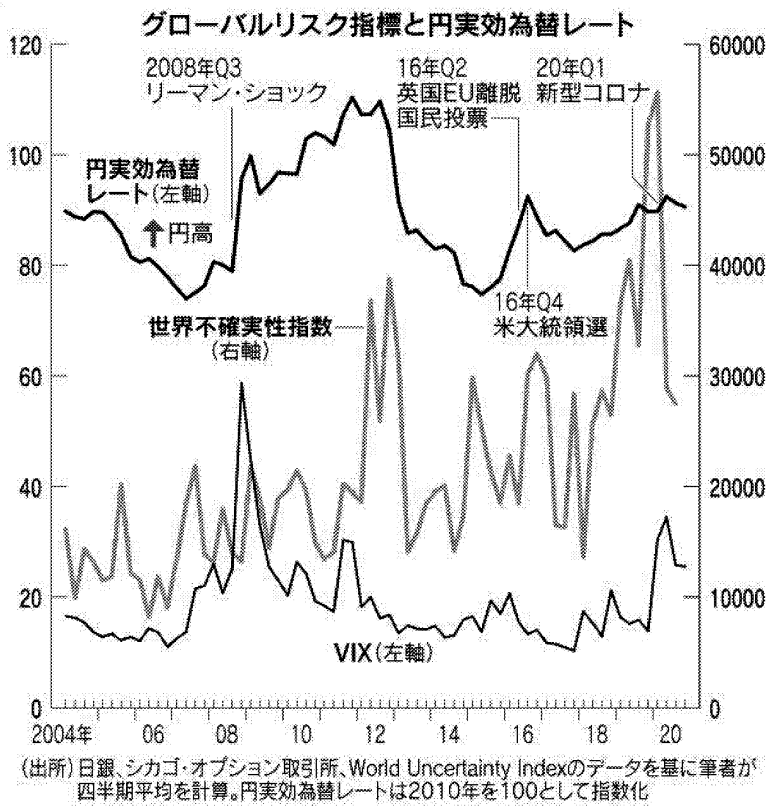


国際金融理論では、マネーサプライ(通貨供給量)、国内総生産(GDP)、短期金利、期待インフレ率、貿易収支などのマクロ変数が、為替レートを動かすファンダメンタルズ(基礎的要因)と考えられている。ファンダメンタルズとの関連で、投資戦略は2つに大別できる。「ファンダメンタルズ」と呼ばれる投資戦略は、ファンダメンタルズに従った売買をする。一方、「ノイズトレーダー」と呼ばれる投資戦略は、ファンダメンタルズを無視して市場レートだけを追随する。市場参加者の多くがノイズトレーダーで占められると、買いがさらなる買いを誘発して、ファンダメンタルズから離れたバブルが発生することがある。

日本経済と為替相場 ①

吉田裕司 滋賀大学教授

当局の円安誘導効果、限定的



(出所) 日銀、シカゴ・オプション取引所、World Uncertainty Indexのデータを基に筆者が四半期平均を計算。円実効為替レートは2010年を100として指数化

ポイント

- 円とスイスフランに安全通貨の性質顕著
- 安全通貨は過去の経験が作用し認識定着
- 所得収支への影響を考えれば円安が有利

が上昇するリスクヘッジの役割を担う通貨のことだ。具体的には米ドルやスイスフランとともに日本円が挙げられる。世界的なリスクが高まった時には、円高になることが国際金融市場関係者に見込まれている。安全通貨かどうかは、どう判断すればよいのか。実証研究としては、グローバルリスク指標が上昇した時に、通貨価値が上昇(日本円であれば円高)しているかを検証することになる。スイス・ザンクトガレン大教授のアンジェロ・ラナルド氏とポール・ソーター

は対ドルで一時4%近い上昇と激しい動きをみせた。それではグローバルリスクをどのよう数値化するべきだろうか。最も有名な指標は、米シカゴ・オプション取引所が公表するVIX(恐怖指数)だ。また143カ国の月次リポートに掲載された「不確実性」に関連する用語の出現頻度を利用した世界不確実性指数と呼ばれるものもある。図に日次のVIXを四半期平均に計算したものも示した。08年の世界金融危機の時に最大の値となつている。20年のコロナ危機でも

VIXは高まっているが、世界金融危機の時とは比較にならない。一方、世界不確実性指数では、20年のグローバルリスクは過去30年間で最も高くなっている。約16年間のこの2つの指標と円の実効為替レートとの相関を計算すると、VIXでは0.37と正の相関があることが統計的に99%以上の信頼性で示されるが、世界不確実性指数では0.17と信頼性は低い。円とVIXの強い関係は前述のラナルド氏とソーターリンド氏の研究でも確認されている。だが世界不確実性指数によると、円は安全通貨とはいえない。様々な実証研究の結果からも、スイスフランや円が安全通貨であることは、常に確認されるほど確固たるものではない。低金利通貨のボラティリティ(変動率)が低いことや、日本が世界最大の純債権国であること、円が低インフレ通貨であることなどが、円が安全通貨である理由付けになるならば、これらをファンダメンタルズと呼ぶことも可能だ。

円レート変化の影響を最も受けるのが、海外との取引を総括する経常収支だ。例えば円レートの変化は、国内外の相対価格への影響を通じて日本の貿易収支に影響を与える。円安になると、日本製品の海外価格を引き上げ、海外製品の円価格を引き上げること、貿易収支の改善につながることを考えられてきた。ただし、為替レートの変化が貿易製品の価格に反映されるのは部分的で時間がかかることが実証研究により示されている。想定通りに実際の貿易収支に影響を与えることには懐疑的な意見もある。近年の日本の経常収支の動向に注目すると、貿易収支よりも所得収支(日本が保有する海外資産からの収益から、外国が保有する日本資産からの収益を差し引いたもの)の方が金額ベア

支よりも所得収支(日本が保有する海外資産からの収益から、外国が保有する日本資産からの収益を差し引いたもの)の方が金額ベアで大きくなっている。所得収支では、外貨建てで保有する海外資産からの収益を最終的に円建てで受け取るため、円レートの影響を大きく受ける。例えば、円安になると海外資産からの収益受け取りを円建てで増大させるため、円安が所得収支の改善につながる。円安・円高の得失には多くの側面があり、端的にどちらがよいかは断定しづらい。日本の経常収支に限れば、過去も現在も日本にとっては円安が望ましいことは変わっていないが、近年は貿易収支経由というよりも所得収支経由の影響の方が大きいと考えられる。では、今後の為替動向については、どう考えればよいのか。黒田東彦日銀総裁による8年間に及ぶ非伝統的金融政策が年率2%のインフレを実現できなかったことを考えると、金融政策により為替レートを円安方向に誘導できるとは考えにくい。そもそも日銀の目的は物価の安定と金融システムの安定であり、円レートの誘導は含まれていない。また財務省の判断事項である為替介入についても、実証研究によると日本円の介入効果は小さく、かつ1日程度の短命な影響しかないと結論づけられる。円レートがファンダメンタルズに従っていないと、自己実現の予言に縛られていると、日本の政策当局にできることは限定的だ。