

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 大 野 早 苗

ブレトンウッズ体制崩壊以降、日本は円高トレンドの歴史を経験してきた。円高が加速する局面では円高不況が懸念され、円高の進行を阻止するべく、為替介入を含めた様々な政策的対応が実施されてきた。一方、円安局面では、為替介入が実施される場合もあったが、過去の為替介入の実施件数をみると、円高時におけるドル買い介入の方が円安時におけるドル売り介入よりも圧倒的に多く、円安は容認される傾向にあったことが推察される。

2021年、2022年の内外金利差が拡大する局面で円安が急速に進行したが、最近では「悪い円安」を懸念する指摘をしばしば耳にする。円安に加えて資源価格の高騰が懸念の背景にあり、2022年9月には24年ぶりのドル売り介入も実施された。また、かねてより円は安全通貨とみなされてきたが、ロシアによるウクライナ侵攻を契機に地政学リスクに対する認識が急激に高まったものの、「有事の円買い」は顕著ではない。

2023年の円相場の水準は、欧米諸国の急激な利上げによる景気後退懸念や金融不安などを背景とする将来利下げの連想から、2022年のピーク時よりも円高方向に戻っているものの、過去20年来の円安水準ではある。また、日銀総裁が植田和男氏に交代しても、日銀の金融政策が大きく変

更される予兆はなく、中期的には内外金利差の拡大により円安がさらに進行する可能性も否定はできない。あるいは、パンデミック対策として実施された財政政策等により日本の公的債務が一段と拡大している状況も今後の円相場に影響を及ぼすかもしれない。

幾多の円高局面を経て、日本企業の生産拠点の海外移転はかなり進んだことにより、昨今では円安メリットが縮小しているのではないかと指摘もなされる。ただ、企業セクターを含めて、日本のグローバル化がストック現象として進展しており、為替変動が日本に影響を及ぼすチャネルも変化しつつある。

円相場の今後の行方についても気になるところだが、本特集では、円相場の実体経済、金融的側面との関わりに焦点を当てた上で、為替変動の経済効果を多面的に考察するとともに、安全通貨としての円の位置付けについて再考したい。以下、本特集の四つの論文の内容を簡単に紹介する。

まず、小川英治氏執筆の第1論文「円相場と経済の構造変化」は、日本経済の構造的な変化と実質実効為替相場との関係を考察している。名目2国間為替相場の平均値である名目実効為替相場を内外の物価水準で調整した実質実効為替相場は、

日本と世界全体との交易条件でもあり、日本製品の割安度を表す尺度でもある。円の実質実効為替相場は1990年代中盤までは円高基調で推移してきたが、それ以降は円安基調で推移している。だが、円安基調の裏側では貿易収支が減少傾向で推移してきた。その一方で、第1次所得収支が拡大しており、現在では経常黒字の大部分を第1次所得収支が占めている。第1次所得収支の拡大は対外資産残高の拡大を背景とするが、対外資産の中でも直接投資残高の拡大が顕著であり、貿易収支縮小とも関連する。ただし、国内の産業構造に目を転じると、非貿易財部門の生産量に対し貿易財部門の国内生産が相対的に拡大しており、実質実効為替相場の減価と辻褃が合う形になっていると小川氏は指摘している。また、非貿易財部門の相対価格は上昇している。この現象は円安基調が顕著になる以前より観察されてきた。1990年代までは内外価格差や日本のコスト高が指摘され、その原因としてサービス部門の低生産性などが挙げられていたが、これは非貿易財部門の相対価格の上昇とも整合する。為替相場の長期的トレンドを説明するバラッサ＝サミュエルソン効果では、諸外国と比べても日本の貿易財部門の生産性が高いスピードで向上していることが円高の要因と説明してきた。最近でも貿易財部門は国内に限定すれば相対的に高い生産性を維持しているのかもしれないが、海外との比較においては劣勢となり、これが近年の（日本の物価の方が低いという意味での）内外価格差および円安現象として表出しているのかもしれない。

小川氏は為替変動が企業の経済活動に影響を及ぼすリスクとして為替取引リスク、為替換算リスク、為替経済性リスクを挙げているが、中でも為替エクスポージャーを通じて企業価値に影響を及ぼし得る為替換算リスクに焦点を当てている。通

常、在外子会社等の資産・負債は現地通貨建てで計上されるが、実際のキャッシュフローが伴わないため、ヘッジの対象としない企業が多い。ナチュラル・ヘッジングを図る手だてもあるが、実際には為替エクスポージャーが残存し、連結決算における為替換算調整勘定として把握されている。小川氏が行った研究によれば、海外拠点資産比率の高い企業ほど輸出売上高比率も高く、円安方向への為替変動によって企業価値を上昇させることになり、海外拠点の事業と輸出の両面から為替変化の企業価値に及ぼす影響が大きくなるのである。また、日本企業が為替相場の変動に反応して生産拠点の選択を行う傾向が強いわけではないものの、対外直接投資を通じて蓄積した海外拠点の円建て価値が為替変動にさらされ、企業価値にも影響を与えることには留意すべきであると述べている。

佐藤清隆氏執筆の第2論文「日本企業の為替エクスポージャー——国際生産ネットワーク下での為替変動への耐性——」は、主要な輸出産業を対象に、日本企業が為替変動への耐性を高めているのか否かについて検証している。円相場が最高値を更新した2011年、2012年を境に、日本企業が国内生産の対象を高付加価値財に絞り込み、それ以外の生産を海外にシフトさせたことから、為替変動の日本企業への影響が大きく変わった可能性がある」と佐藤氏は述べている。

対象産業は機械、電気機器、精密機器、輸送用機器であり、分析期間は2011年から2021年までである。分析手法は2段階推定である。まず、第1段階として、Adler and Dumas [1984] を参照し、シングルファクターモデル、もしくは為替変化率の他にマーケットポートフォリオ・リターンを説明変数に加えた2ファクターモデルに基づ

き、輸出企業の為替エクスポージャーを推定している。第2段階として、海外売上高との関連に着目した上で、第1段階で得られた為替エクスポージャーの決定要因に関するパネル推定を行っている。

使用する為替データや推計モデルにより結果は異なるが、産業ごとの特性についてはおおよそ一貫した結果が示され、機械産業や電気機器産業の為替エクスポージャーは低く、輸送用機器産業で高くなる傾向がみられた。また、第2段階として、円ドル名目為替相場を用い、2ファクターモデルの想定から得られた為替エクスポージャーを使用して、その決定要因を分析した結果は以下の通りである。まず、機械産業では、海外向け輸出や現地生産・販売が拡大しても為替エクスポージャーの増加要因とはならないことを示唆する結果が得られたが、その理由として円建てによる輸出比率が他の産業よりも高いこと、また競争力の高さが円建て輸出比率の背後にある点が指摘されている。電気機器産業では海外売上高の増加が為替エクスポージャーを低下させる結果となったが、当該産業では輸出額と輸入額がほぼバランスしており、オペレーショナルヘッジが十分に機能しているため、海外売上高の増加がむしろオペレーショナルヘッジの強化となって為替エクスポージャーの低下に寄与している可能性がある。逆に、大幅な輸出超過となっており、かつ輸出の6割以上を外貨建てで取引している輸送用機器産業では、海外売上高比率が為替エクスポージャーを高める結果となり、為替変動の影響を受けやすい傾向にあると解釈されている。為替変動に対する耐性は産業間で異なり、今後も起こり得る為替変動の影響を考慮する上で重要な情報になり得ると佐藤氏は論じている。

伊藤宏之氏執筆の第3論文「円の為替変動と日本の国際投資ポジション」は、為替変動の影響として対外純資産の評価価値について考察している。小川論文、佐藤論文では為替変動が企業価値に及ぼす影響について議論していたが、企業セクターだけではなく、家計や機関投資家も含めて対外資産、対外負債を保有しており、為替変動の影響を受ける。国全体の対外資産から対外負債を差し引いた日本の対外純資産は、現在、世界第1位の規模にある。

経常収支が黒字基調を継続すれば対外純資産は累増するが、小川論文でも指摘された通り、昨今の日本の経常収支における主要項目は第1次所得収支である。最近の円安がもたらす負の側面として貿易赤字がことさら注目されており、貿易収支と経常収支を混同するような指摘も見受けられるが、貿易収支と経常収支は必ずしもパラレルに変動するわけではないと伊藤氏は強調している。国際収支の発展段階説に基づけば、わが国は成熟した債権国のフェーズにあると考えられ、輸出による外貨獲得ではなく、海外に保有する資産から生み出されるインカム収入の獲得により対外資産を積み増す状況にある。

ただし、経常収支はフローの変数だが、対外純資産はストック変数であり、時価の変動の影響を受ける。保有する対外資産・負債が外貨建てであれば、対外純資産の価値は為替変動によっても変化することになる。そのため、ドル安円高基調で推移したプラザ合意以降、日本の対外純資産は累積経常収支を下回る傾向が顕著となる一方で、米国の対外純資産は累積経常収支を上回った。逆に円が減価基調で推移するようになれば、為替評価益の分だけ日本の対外純資産の価値は上振れすることになる。たとえば、伊藤氏がLane and Shambaugh [2010]、Bénétix *et al.* [2015] の

手法に基づき試算した結果によれば、コロナ禍以降の円安局面で発生した対外純資産の為替評価効果は、ドルの場合には対GDP比で2.1%（2021年GDPで10.7兆円相当）、ユーロでは0.7%（同3.9兆円相当）の規模になる。

伊藤氏は、円安がもたらすメリットとして対外純資産に及ぼす効果は無視できないと述べている。特に、GPIF改革に象徴されるように、外国証券への運用割合が拡大する傾向にもあり、相当の為替変動による影響が発生しているはずである。別の言い方をすれば、ファンダメンタル要因、金融市場環境要因を含めた為替相場の決定要因が今後の円安を示唆するのであれば、対外資産保有のあり方について再考する必要もあるのかもしれない。

増島雄樹氏執筆の第4論文「円相場と投資家行動—不確実性、資源高、政府債務拡大と株価との関係—」は、避難通貨としての円に着目するとともに、コロナ下、ポストコロナ期における円相場の決定要因について考察している。かつては、有事に購入される通貨はドルであったが、増島氏によれば、不良債権処理を克服した2000年代後半以降、円の避難通貨としての特質が強まるようになったとのことである。東日本大震災など、日本国内で有事が発生する際には円の避難通貨効果が一時的に弱まるが、増島氏が考案した避難通貨指

数に基づけば、リーマンショック以降、円が最上位の避難通貨と位置づけられる状態が続いた。

同様の傾向は別の分析でも確認できる。VIXを不確実性の代理変数としてローリング回帰分析を行っても、円が避難通貨指数の最上位に位置する時期には、VIXに対する円相場の反応度も高まる傾向にある。また、避難通貨効果を決定づける要因としてファンダメンタル要因と金融市場要因が挙げられるが、リーマンショック以降では、ファンダメンタル要因よりも金融市場要因の影響度が高まっていた。どの通貨が避難通貨になるかは市場のセンチメントに左右される傾向にあり、その背景としてアルゴリズム取引や高頻度取引の隆盛などを増島氏は指摘している。

ただし、パンデミック以降は、ファンダメンタル要因の影響が再び高まっている。その一因として、コロナ下において、大手IT企業が感染状況や人々の活動の即時データを無料公開し、経済活動もリアルタイムで追えるようになったことを挙げている。また、パンデミック以降の変化としては、ソブリンリスクの為替相場への影響が懸念される。コロナ対策として大規模な財政措置が実施されたが、債務リスクへの関心が高まる土壌は当然ながら存在する。とりわけ日銀のYCCの撤廃と債務の持続可能性が密接に関わっている日本にとって、円安が加速する可能性は注視しなければならないシナリオといえる。