

### 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 光 定 洋 介 CMA

アベノミクスの第一の矢、大胆な金融緩和によって為替相場は大きく円安方向に動いた。今後も円安トレンドは継続するのであろうか？ これは読者の全員が思っている疑問であるし、この答えはないことも周知の事実であらう。

しかし、今回の円安がどのような過程や背景で生じて、それが実体経済や企業にどのような影響を与える可能性があるかを考察することは、多くのヒントを与えてくれることになる。例えば、今回の円安が外国人投資家による期待からくる需給要因が大きいとしたら、その期待の維持が今後の為替相場を決定する一因となるだろう。

従来言われていることだが、為替レートの決定要因には、フローベースで見た考え方と、ストックベースで見た考え方がある。まず、フローベースで考えると、世界中の財の価格は均一になるという購買力平価説、国際収支の不均衡を是正する方向に動くという国際収支説などが代表的な考えであらう。次に、ストックベースで考えると、通貨供給量や金利差などに注目したマネタリーアプローチ説や、思惑や期待感から売買される為替心理説などが代表的な考えであらう。現実には、これらの要因が総合されて、最終的には需要と供給の理論、すなわち需給により為替相場が決定される。

今回の特集は4本の論文で構成されており、最初の2本の論文は為替相場の需給面に焦点を当てている。

今回のアベノミクス以降の円安局面は、どのような売買主体が大きく関与していたのだろうか？冒頭の**福田論文「日銀の異次元の金融政策が為替レートに与えた影響に関する検証」**では日銀の金融政策の変更によってもたらされた円安は、外国人の期待に支えられていることが大きいことを示唆しており、非常に興味深い。具体的には、アベノミクス以降の為替相場の動向を丹念に分析し、ドル円相場の取引量でみた場合に、アベノミクス以降、日本市場よりも海外市場での取引量が圧倒的に増加していること、また、アベノミクス関連のニュース（「量的質的緩和」や「量的質的緩和拡大」など）が出た際に日本での円安進行だけでなく海外での円安進行も見られることを分析している。仮に効率的市場仮説が正しいならば、日本の市場が開いている時間にニュースの発表があったので日本市場で全ての円安効果が為替レートに織り込まれてもよいはずである。さらに、アベノミクス以降、日本時間と海外時間でどちらの時間帯に、より円安に進行したかどうかについて、日々のデータの累積的变化を集計しているが、この結

果も非常に興味深い。なんと、日本時間よりも海外時間に円安に進行している度合いの方が大きいのである。こうしたことは、円安は外国人の期待に支えられている可能性があり、裏を返せば、外国人投資家の期待が悪化すれば、これまでの円安傾向が反転する可能性があることも示唆している。

第二の藤原論文「最近の株価と為替の同時相関関係の強まりについて」では、同じく需要と供給という観点から、海外投資家が円をヘッジして日本株を買う場合、その後の株価上昇で発生した含み益についても含み益部分を直ちにヘッジするために円売りをしている可能性に言及している。1990年から00年半ばまでは、為替が円安に進むと時間が遅れて株価が上昇するという時差相関が多くの期間で見られていた。一方で、円安進行と同時に株価が上昇するという同時相関はあまり見られなかった。しかし、08年頃から、同時相関の動きが確認され始めている。含み益のヘッジについては、03年から07年にかけても海外投資家の日本株買い入れが目立っていたが、その間は、円安と株高の同時相関は確認されない。では、なぜ、今回の局面では生じているのだろうか。この点、同論文では、海外投資家の売買シェアが3割程度から6割程度に上昇したことや、いわゆるHFT（High Frequency Trading）に代表されるプログラム売買の拡大があるのではないかという可能性を提示している。この他にも、マクロ系ヘッジファンドによる日本株式買い・円売りポジションの造成の可能性もある。こうした背景を理解した上で、資産運用業界や企業経営の現場では、次のような備えが必要だろう。まず、現在の相関関係の高まりが実体経済を反映したものかどうかを見極めることである。次に、資産間の相関が強い状

況下では、何らかのショックが発生した場合、連鎖的な市場の反応によりボラティリティが高まりやすいことから、それへの備えが必要である、ということである。

続く2本の論文は、為替の変動と実体経済の関係に関するものである。

為替レートの変化は実体経済に対してどのような影響を与える可能性があるだろうか？ まず、輸出企業の採算改善を通じて経済全体にポジティブな影響を与えるという考えと、輸入物価の上昇を通じて企業や家計の負担が増加するというネガティブな影響を与えるという考えがあろう。しかしそれだけだろうか。国の発展段階から考えて、日本が対外純債権国であることを考えると、その対外純資産の評価が、経済に与える影響も考慮すべきではないだろうか。株式市場が上昇すると、株高による資産効果から消費マインドが好転することはよく知られている。同様のことは、対外純資産でもいえるのだろうか。円安が対外純資産の円ベースでの評価を高め、それが経済や企業行動に影響を与えるかどうかも焦点を当てるべきポイントである。この点について対外純資産の構成などについて深彫りしているのが、大野論文「円安の日本経済への影響—対外純資産に対する評価効果に焦点を当てて—」である。今回の円安局面においては、輸出数量の大幅な拡大が確認されていないが、その背景には、企業が為替変動を輸出先価格に転嫁していないことが挙げられている（PTM行動）。この結果、円安の恩恵は円ベースでの輸出価格の上昇による利益マージンの拡大という形で主として大企業に発生し、国内取引中心の中小企業や家計には拡散しないという可能性も指摘されている。また、企業の現地生産比率が進んだことも、輸出を通じた円安の景気浮揚効果の

相対的重要性が低下する一因となっている。しかし、わが国は、過去20年以上にわたる継続的な経常黒字により、世界最大規模の対外純資産を保有している。今やわが国は、国際収支発展段階説における「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」に移行しつつある。近年では、双方向でのグローバルな資本取引が飛躍的に拡大しているため、対外純資産に対する経常収支の影響度が希薄化し、対外純資産の評価効果の影響度が高まりつつある（Lane and Shambaugh [2010] など）。最近の日本の経常収支と対外純資産の評価損益をみても、絶対額で経常収支と同程度、またはそれを上回る評価損益が発生している時期が散見される。日本の対外純資産の特徴は、対外資産が対外負債を上回っているとともに、通貨別にみた場合、対外負債の外貨建て比率が低いことが見てとれる。13年時点の対外資産の外貨建て比率は84%に達するのに対して、対外負債の外貨建て比率は52%にすぎない。また、外貨の中でも、特に米ドル建ての対外純資産が大きいことも特徴である。このことは、円安になった場合、とりわけ、ドル高円安になった場合の対外純資産の増加幅が大きいことを意味する。宇南山・古村 [2014] では、アベノミクス下における株価高騰が資産効果を通じて個人消費に影響を与えたことが指摘されている。成熟した債権国に移行しつつあるわが国においては、為替変動による対外純資産の評価額増減が経済に与える影響を検証することは重要であり、現段階では推測の域を出ないが、株式と同様に、今回の円安局面でも対外純資産の為替差益による資産効果が、個人消費等を喚起している可能性はある。私見ではあるが、この効果は企業の保有する対外資産の評価益増加を通じて、企業の投資マインドにもポジティブな影響を与える可能性もある。

一方、日本の競争力という視点からは、実質為替レートがどのような動きを示しているかも参考になるはずである。実質為替レートは、貿易額等で加重平均した各国の製品価格の変動を考慮した為替レートで、長期的な一国の対外競争力の強さを総合的に捉える指標ともいえる。この趨勢的なトレンドを分析しているのが松林論文「**実質為替レートの長期的な動向について—わが国の経済構造との関連において—**」である。同論文では、日本の実質為替レートは1995年以降、一貫して減価する傾向にあり、15年時点では1973年とほぼ同水準にまで減価していることが指摘されている。その上で、実質為替レートを決定する各要因についてそれぞれ丁寧に分析している。そして、実質為替レート決定要因の一つである交易条件が長期的に悪化していることが、実質為替レート減価の主要な一因であることが指摘されている。同論文の中で交易条件を輸出価格÷輸入価格で求められる指標として分析し、長期的な交易条件の悪化の要因は主として輸出価格の下落によってもたらされていることが指摘されている。その理由として、日本の主要な輸出先であるアジア新興国との激しい価格競争などが、わが国の輸出価格を押し下げているのではないかというのが同論文の主張である。この問題は、日本の貿易構造や経済構造から生じているため、短期的な変化は期待しにくい。この点からすると、日本が、付加価値が高く価格競争力のある製品を輸出するなど交易条件の悪化に歯止めをかけるまでは、実質為替レートの減価トレンドが続く可能性もある。

以下は、私見である。今回の4本の論文から得られる示唆は、現在の為替水準を維持するためには、外国人投資家の期待を裏切らない必要があるということである。万一、期待が裏切られるよう

なイベントが発生した際には、急速な為替、株式の同時的な大きな変動が起こるリスクを内包しており、企業や資産運用会社はそうしたリスクシナリオも念頭において業務を行う必要がある。さらに、対外純資産効果の増加している今こそ、企業が投資マインドを改善し、日本の競争力が強化されることを期待したい。アベノミクスは「日本の稼ぐ力を取り戻す」ことを掲げているが、これまでの実質為替レートの減価は日本の交易条件が悪化し、いくつかの産業において相対的な競争力が悪化している可能性を示唆している。企業の投資

マインドが改善され、付加価値の高い財を輸出することで輸出価格が上昇し、交易条件が改善されることを期待したい。

#### 【参考文献】

宇南山卓・古村典洋 [2014] 「アベノミクス期を用いた資産効果の計測」 財務省財務総合政策研究所 *PRI Discussion Paper Series No.14A-09*.

Lane P. R. and J. C. Shambaugh [2010] “Financial exchange rates and international currency exposures,” *American Economic Review*, Vol.100, pp.518-540.