【第三種郵便物認可】 日本経済新聞 2011年（平成23年）9月8日（木曜日）

経済教室

超円高と日本経済㊤
中期の継続前提に対応を

ポイント

- 購買力平価でみると円高は約15％行き過ぎ
- 米国の超低金利政策継続で円安反転難しく
- デフレ・円高抑制へ市場介入・金融緩和カギ

竹中 正治 龍谷大学教授

歴史的な高値を更新した円相場について「米国債の格下げやユーロ圏の政府債務の信認危機で、欧米諸国の状況が深刻化している。そのため消去法で円が買われている」という解説がメディアでは一般的だ。しかしこの説明で納得できる人は少ないだろう。

為替相場の10年以上の長期変動については、通貨の「モノを買える価値」を示す相対的購買力平価原理で最も適切に説明できる。高インフレはその通貨の購買力低下を意味するので、ある時点を起点に計ると、高インフレ通貨は低インフレ通貨に対しインフレ率の格差分だけ名目為替相場が下落すると考えるものだ。

◆◆◆

国際的な資金移動が急増し始めた1980年代には、短期・中期の為替相場変動を説明できず、同原理が廃れた時期もあった。変動相場制下での長期の時系列データが蓄積するにつれ、為替相場は短期・中期では購買力平価から大きく乖離（かいり）することがあるが、長期では購買力平価の水準に回帰することが実証されるようになった。

国際通貨研究所のホームページにあるように、相対的購買力平価と名目為替相場を重ね合わせた図をみると、そうした変動パターンが視覚的に理解できる。これを理解していれば、2006年前後の円安局面で「高金利（高インフレ）通貨に投資すれば収益を上げられる」「日本経済は長期的に低成長だから為替相場も長期的な円安傾向となる」といった根拠のないセールストークに誘われて高金利の外債に投資する投資信託を買って、その後の円高で大損することも回避できただろう。

要するに相対的購買力平価原理に基づけば、デフレ下で円高が進むのは必然である。とはいえ、現在の為替相場が円高に行き過ぎていることは確かだ。「実質為替相場」の概念で考えてみよう。名目為替相場が相対的購買力平価からどの程度乖離しているかを指数化したもので、長期では一定の水準に回帰する傾向を示す。今の円ドル相場（1ドル＝76～77円台）は73年起点の実質相場指数（企業物価ベース）の平均値から約15％円高方向にずれた水準にある。

行き過ぎた円高はいつ是正されるのか。購買力平価から乖離する短期・中期の為替相場の変動については、どのように理論モデルを工夫してもマクロ経済的な変数では一貫した説明はできないことが学問的に認識されている。

その結果、90年代以降は外国為替市場のミクロ的な構造（マイクロ・ストラクチャー＝市場参加者の異なる行動特性、情報の不均一な広がりなど）に注目するモデル化が試みられている。ただ、相場の基礎的条件からの乖離が速やかに調整されず中期的に持続する理由や、乖離と回帰が繰り返される原因など、短期から長期までの為替相場の変動を包括的に説明できるマクロとミクロを統一した理論モデルはできていない。

長らく外為取引業務に携わった筆者の経験に照らせば、標準的な経済理論が想定する合理的な市場参加者は、名目金利格差は為替相場の変動で長期的に相殺されると考えて行動するので、「高金利通貨ブーム」などは起こり得ない。しかし現実の市場参加者の合理性は不完全で、名目金利格差が注目され、他者に同調する傾向も強いため、高金利通貨投資のブーム（円安）とその破裂（円高）が繰り返されてきた。これをモデルで一般化するのは難しいようだ。

ただ、一定の相場環境を与件とし、経験則に基づいてある程度の蓋然性で中期的な見通しを立てることはできる。現在の円高の原因と中期の見通しについて考えてみた。

実質金利、米国と開き
長期では海外投資の好機

◆◆◆

米連邦準備理事会（FRB）は8月9日の連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明で、景気回復の勢いが弱まっていると判断し、現在の超低金利政策を「少なくとも13年半ばまで継続する可能性が高い」と表明した。FRBの方針の通りならば、今の円買いの動きは震災直後に起きた短期的で投機的な動きとは異なり、一定の合理性を持っている。

現在の為替相場は購買力平価からみて円高に行き過ぎているが、目先1～2年は円高が持続する可能性が高いと覚悟した方がいいだろう。

そう考える理由は、日米のインフレ率を勘案した実質金利格差にある。

米国のインフレ率は消費者物価指数（CPI）総合（7月時点、前年同月比）でみて3・6％であるのに対し、日本は0・2％だ。つまり日米間には3・4％のインフレ格差があり、前述のように長期的には円高・ドル安要因となる。さらに短期金利は日米ともほぼゼロであるため、投資家が短期のドル資産を保有しようとする名目金利上のインセンティブ（誘因）はない。

中期的な相場環境を振り返ると、03年以降、日米の実質金利格差と円ドル相場の間にはある程度の相関関係がみられる（図参照）。図の横軸は米国の短期金利（フェデラルファンドレート翌日物）と日本の短期金利（コールレート翌日物）をそれぞれ日米のインフレ率（CPI前年同月比）で調整した実質金利格差で、プラスはドルの実質金利が円より高いことを示す。縦軸は円ドル相場の前年比変化率（6カ月移動平均）で、プラスはドル高への変化を示す。

図の点は03年1月から11年7月までの各月の分布を示しており、右肩上がりの分布になっている。つまり日米の実質金利格差が拡大するとドル相場は上昇し、格差が縮小するとドル相場は下落するという相関関係がみられる。両者の相関係数は0・65、決定係数は0・43である。これは実質金利格差の変化→為替相場の変化という因果関係を前提に、円ドル相場の変化の43％は実質短期金利格差で説明できることを意味している。

こうした相関性は長期でみると相関係数がマイナスの時期もあり、安定的ではない。要するに、このアプローチの有効性は中期であり、いずれ相場環境の変化（＝相関性の変化）により有効性を失う局面が来る。ただし興味深いことに80年から各時点5年単位で計ると、上下動しながらも、相関係数が上昇傾向にある。03年以降現在までは、過去30年間で最も相関性が高くなっている。金利感応度の高い円キャリートレード（円借り取引）の持ち高の増減が次第に大きな相場要因になってきたことが理由かもしれない。

現状はドルの実質金利がマイナス3・5％、円がマイナス0・2％で、ドルの方が3・3％も低い。図でみると、左下の領域（実質金利格差マイナス＝ドル相場の変化マイナス＝ドル下落）にある。左上の領域にはほとんど分布がないので、実質金利格差がマイナスのままドル相場が前年比で大きく上昇する可能性は低いことを示唆している。

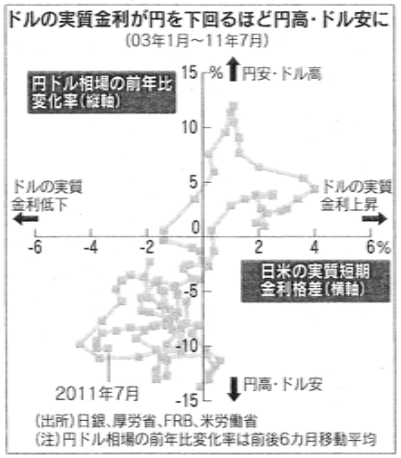
◆◆◆

これは病み上がり状態の日本経済にとっては困ったことだ。震災からの生産面の復旧は比較的速やかに進んだが、需給ギャップをみると依然として大幅な需要不足である。外需が伸びるとともに多少円安に戻れば、輸出の増加で需給ギャップが埋まり03～07年のような景気の回復が期待できるが、円ドル相場は実質で円が割高な状態が今後1～2年続きそうな状況にある。

長期では購買力平価に回帰するとはいえ、経済政策では経済環境の過度な変動を回避することが重要だ。政府・日銀にはデフレ・円高を抑制する市場介入と金融緩和政策が求められる。大きく円安に反転させることは難しいとしても、一部の投資家が外貨資産の投げ売りに走った95年のようなパニックを阻止できる可能性は十分にあるだろう。

一方、民間企業にとっては今の円高は海外で事業や企業を安く買収できるチャンスでもある。投資家にとっても債券に比べて長期的に高い収益を期待できる海外株式への分散投資のチャンスであろう。行き過ぎた円高という本来あるべき相場水準からの乖離をチャンスに変える「アニマルスピリッツ」が日本人に求められているといえよう。

たけなか・まさはる 56年生まれ。東京大経卒、旧東京銀行へ。国際通貨研究所を経て09年より現職



（出所）日銀、厚労省、FRB、米労働省
（注）円ドル相場の前年比変化率は前後6カ月移動平均