

内外金利差と為替レート

南 武志

最近の為替レート動向

為替レート(円/米ドル)が約5年ぶりの円高水準で推移している。心理的抵抗線であるとともに、04年度上期から約10%の円高水準となる1ドル=100円割れとなるのか、その際の経済・企業などへの影響が注目され始めている(図表1)。2003年度中は大規模かつ執拗な円売り介入を行った通貨当局であるが、04年4月以降は一切介入を行っていない。この背景には、04年度に入るあたりから円高圧力が一旦は終息し、夏から秋にかけて1ドル=110円あたりを中心とするレンジでの展開になったためである。ただし、米大統領選挙を控えた10月後半あたりから再び円高圧力が高まってきていることは冒頭で触れた通りである。

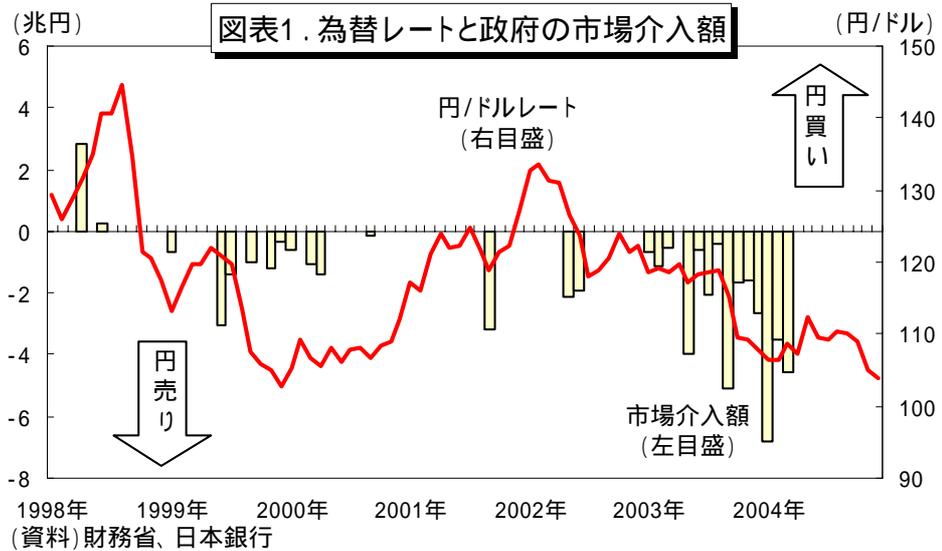
懸念され始める円高

政府の景気判断である月例経済報告(05年1月)によると、景気の先行きについて「景気回復は底堅く推移する」と見込んでいるが、一方で「為替レート等には留意する必要がある」との見方も示した。日本銀行「経済・物価情勢の展望(2004年10月)」でも、リスク要因として為替市場の動向を指摘しており、「市

場は中長期的には経済・物価動向を反映して動くが、そのもとで短期的には様々な要因によって変動する。このため、今後の変化の程度と方向によっては、経済活動に対して上振れ・下振れいずれにも作用し得る」と評価している。

円高は輸入物価の下落を通じて、かつ短期的には輸出企業の収益押し下げを通じて、国内物価の押し下げ要因になり得ることから、デフレ脱却時期の後ずれにもつながる可能性が高い。

なお、為替レートは対米ドルレートだけではないのは言うまでもない。貿易相手国通貨を貿易ウェイトで加重平均し、かつ物価変動分を除去した日本円の実質実効レートを見ると、足許は大きな変動が見られない。これは、円は対米ドルでは価値が上昇しているも、他の通貨に対してはむしろ下落していることを意味している。ただし、相変わらず日本の貿易通貨は米ドルのウェイトが高い(注¹)ため、対ドルレ



ートが重視される傾向が高い。

(注 1)04 年上期の貿易取引通貨別比率では、米ドルは輸出で 46.8%、輸入で 68.0%を占める。なお、同時期の日本の輸出入に占める対米比率はそれぞれ 22.5%、11.4%である。

金利差から影響を受ける為替レート

為替レート変動を説明する経済変数として、金利差、インフレ格差、対外バランス(フロー面、ストック面)、貿易財部門の生産性上昇率などが挙げられるケースが多いが、局面によって注目されるポイントは変化している。足許では米国の「双子の赤字」に注目が集まっているが、ここでは日米の金利格差に注目して為替レート動向を考えてみたい。

為替レートを内外金利差で説明する考え方として金利平價説(Interest Rate Parity)がある。この特徴は、物価変動も含めて大部分の経済変数はほぼ一定である期間(いわゆる短期)を対象としており、各国金融資産の相対価格として為替レートを捉えている。もう少し詳述すると、金利平價説とは確定収益を生む内外金融資産(具体的には、固定利率の預金や債券など)の収益率は国際的な金利裁定を通じて一致する、という考え方である。この金利平價説には 2 種類の考え方がある。ひとつはカバー付きの金利平價説(CIP)、もうひとつはカバーなしの金利平價説(UIP)であり、以下のように定式化できる。

$$\text{CIP: } 1 + i_t = F_{t,t+1} / S_t \times (1 + i_t^*)$$

$$\text{UIP: } 1 + i_t = S_{t,t+1}^e / S_t \times (1 + i_t^*)$$

ここで、 i_t : t 期の邦貨建て債券の名目金利、 i_t^* : t 期の外貨建て債券の名目金利、 $F_{t,t+1}$: t 期における先物為

替レート(期限は 1 期間)、 S_t : t 期の直物為替レート、 $S_{t,t+1}^e$: t 期における t+1 期の直物為替レートの予想値とする。

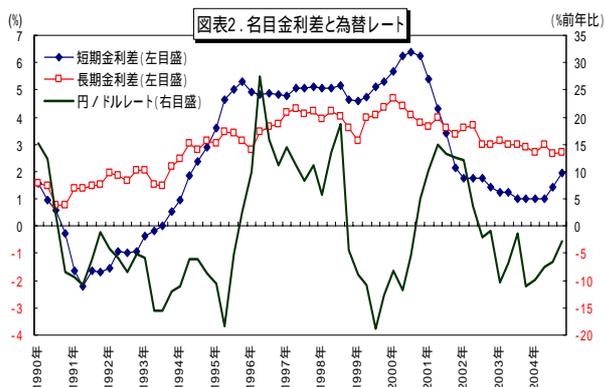
CIP に関しては、為替取引に関する規制、決済の不履行リスク、管理・取引コスト、利子課税などを無視すれば成立するはず^(注 2)であるが、UIP に関しては投資家がリスク中立的でなければ成立しないとされている。一般的に投資家は外貨建て資産の保有に対しては一定のリスクプレミアムを要求することが多く、これは内外の金融資産は完全に代替的とは見なされていない、という国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルとして知られている。

(注 2)実際にオフショア市場では成立しやすい。

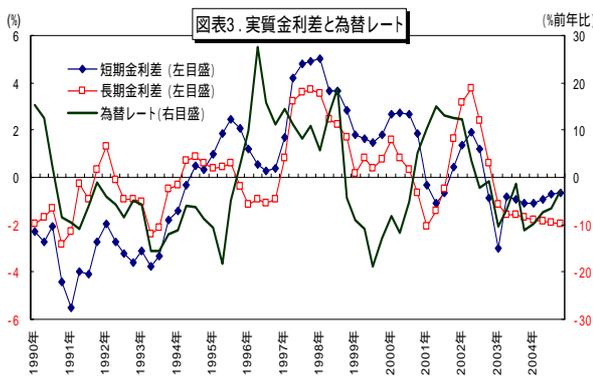
金利差は為替レートに影響するか

実際のデータを用いて、内外金利差が為替レートに影響を与えているのか検証してみよう。

金利には大きく分けて短期と長期があるが、各々に対して名目金利と実質金利(この場合は実績値で評価)を考慮することにする。短期金利としては日米とも政策金利(日本は無担保コールレート翌日物、米国は FF レート・オーバーナイト)、長期金利としては日米とも 10 年物国債利回りを使用した。また、実質金利を算出するためのインフレ率としては日本は国内企業物価(消費税を除くベース)、米国は生産者物価(完成品)を用いた。



(資料)日本銀行、FRB (注)金利差は米国-日本。



(資料)日本銀行、FRB (注)金利差は米国-日本、消費税の導入・税率変更の効果を除去。

図表2、3はそれぞれ名目、実質金利差と為替レート(前年比変化率)を重ねたグラフであるが、一見したところ金利格差の変動に対し、資産価格である為替レートが常に敏感に反応しているわけではないようである。つまり、他の変数と同じように、金利格差は為替レートを説明する可能性がある変数の中の一つに過ぎないことを物語っている。

なお、統計分析の結果(注³)からは、為替レートに影響を及ぼすのは「名目短期金利差」であることが判明する。つまり、日米両国の金融政策の動向およびその予想が重要であることを示唆している。

円/ドルを考えてみた場合、日本では05年度もデフレ脱却が実現できず、量的緩和政策からの転換予想時期が少しずつ後ずれしている状況であるが、米国では中立的な金融政策への回帰を目指す動きから、断続的に利上げがあるとの見方が依然として有力である。ここから示唆される為替レートの動向見通しは、円高余地は限定的であり、その圧力は弱まっていく、ということである。

(注3)方法としては、為替レートと内外金利差とで2変数のVAR(ベクトル自己回帰)モデルを推計し、その結果を利用してグレンジャー因果性テストを実施している。なお、事前に単位根検定を行い、非定常時系列に変換している。推計期間は1990年第1四半期～

2004年第4四半期。

為替レートの経常収支調整効果

繰り返しになるが、マーケットでは米国における財政・貿易という「双子の赤字」の解決のため、ブッシュ政権は「強ドル政策」を標榜しつつも、実質的には「秩序ある緩やかなドル安」を追認するのではないかと、この見方が根強い。ただし、為替レートの変動が、実際に経常収支や貿易収支の不均衡是正に役立つかどうかに関して評価は定まっていない。為替レートの切り下げは、一般には輸出には促進的、輸入には抑制的に働くと考えられており、経常収支赤字の削減に効果があると期待されている。

しかし、「Jカーブ効果」の存在や低いパス・スルー(注⁴)、直接投資などでは埋没費用が存在するため企業は一度外国市場に参入すると退出するためのハードルが高くなるため、企業行動への影響度が小さくなるなど、少なくとも短期的には為替レートの経常収支調整効果は大きくないとされている。また、マクロ恒等式から、定義により経常収支は国内貯蓄・投資の差額に等しいため、為替レート変動が貯蓄・投資行動に何かしらの影響を与えない限り、為替レート変動による経常収支調整は困難との見方もそれなりの説得力がある。実際

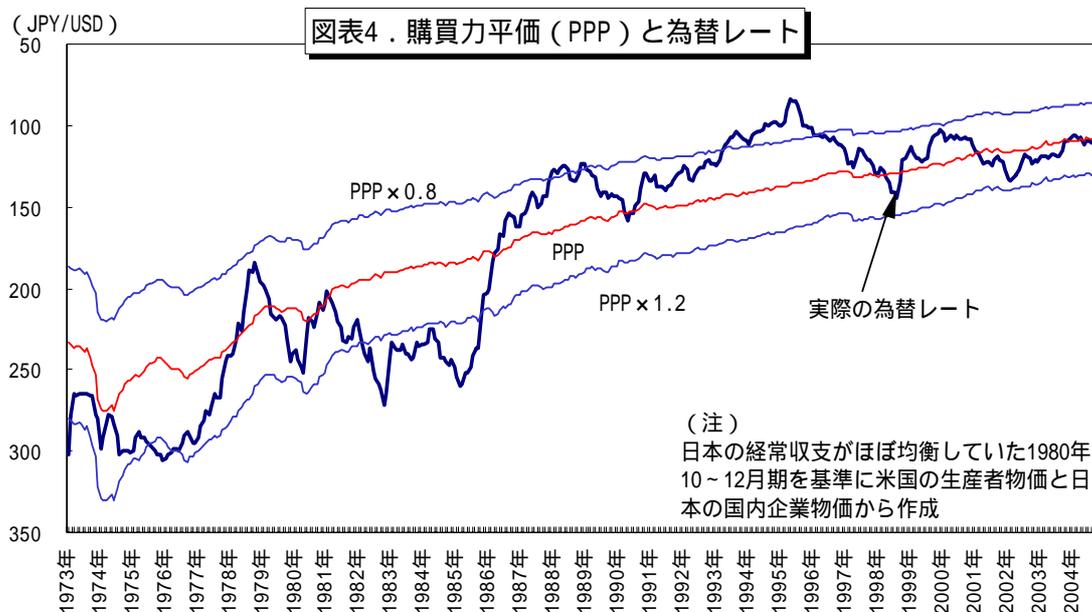
に、1985年9月のプラザ合意以降の為替レート変動と日本の経常収支動向を振り返ってみると、為替レートの経常収支調整効果が存在するの判断が難しい。

(注4) 為替レートが輸入物価を変化させる度合いが小さいこと。

ブッシュ政権の通貨政策次第か？

為替レートは購買力平価と長期的な安定関係がある^(注5)と統計的に検証できることを考慮すれば、購買力平価から大きく乖離するような為替レート誘導は、その後に反動がでる可能性が極めて高いことを意味する。つまり、短期的にはブッシュ政権のドル政策に注目すべきであるが、それがファンダメンタルズ要因と整合的でない場合は揺り戻しを想定しておく必要があるだろう。

(注5) これを共和分の関係にあるという。詳しくは本誌2004年3月号の拙稿「最近の為替レート変動について」を参照のこと。



(資料) 日本銀行、米国労働省などのデータより農中総研作成