円高基調と日米資本収支の動向

要　　約

７～９月に急速に進んだ円高はＧ７後一服しているが、現水準は輸出企業の採算レートよりやや高めで来年以降の景気の順調な回復の妨げになる怖れがある。米国の景気過熱でグローバルマネフローが変調を来していることも、今後の懸念材料の一つ。

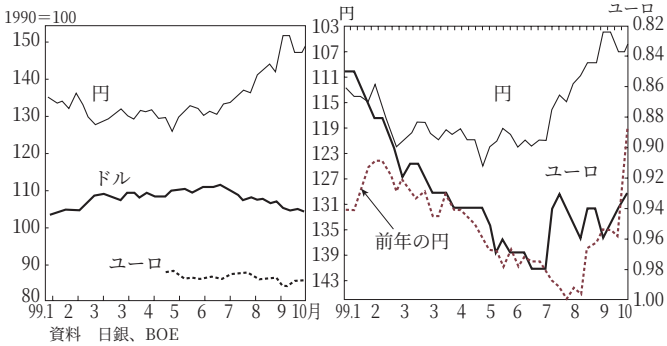
最近における三極通貨の基調変化

今年前半、ドルの実効相場は、経常収支の悪化にもかかわらず堅調を続けた(図1)。これは昨秋、一部ヘッジファンドの破綻で生じた国際金融市場の動揺を、米国は3度の利下げで切り抜け、さらに「インフレなき高成長」を続ける状態になったためである。これによって株価も夏場まで上昇傾向を保ち(ダウのピークは8月25日)、債券は財政の黒字化や海外投資資金の還流で安定的だった。

ドル堅調のもう一つの要因に、新通貨ユーロの低下があった。誕生直後という不安定性、欧州経済の不冴えのほか、ＥＣＢが域内主要国の景気回復を図って、ユーロ安容認の政策を採ったことがあげられる。

他方、円は昨秋の国際金融混乱や国内長期金利急上昇の影響で年初にかけ急騰したあと小康状態になり、今年前半はやや弱含みに推移した。その背景には2月のゼロ金利政策の開始や米国経済の好調があり、また大蔵当局がデフレ懸念の去らないうちは円安を指向する構えで、6～7月には巨額の円売り介入を行ったことが上げられる。

図1　年初来の円、ドル、ユーロ実効相場　　円、ユーロの対ドル相場



資料　日銀、BOE

しかしこうした3極通貨の基調は7月末から大きく変化し始めた。その第1は、米国経済が6、8月の2回のFFレート引き上げにもかかわらず過熱に進む傾向となり、インフレ懸念の台頭、さらなる利上げの観測で株価が調整色を強め、債券のリスクプレミアムも急速に広がったことである。

他方、欧州では景気回復が軌道に乗り、一部には利上げ観測も出始めた。今年前半の米証券価格の好調は、後にもみるように「ユーロからの逃避」を含む欧州からの資金流入によるところが大きかっただけに、欧州の景気回復はこの流れを縮小させるとみられ、ユーロが反騰した。

他方、日本では、すでに昨秋～年初のドル急落と年初来のユーロ続落で外貨建資産に損失が生じ、高水準な経常収支黒字の下でも民間の対外証券投資は出難いという潜在的円高要因が高まっていた。そこへ上のような国際金融・為替市場の変化で、単独介入は効果を見込めなくなり、7～9月には急速な円高が進んだ。この2ヵ月で円/ドルは約15％も上昇し(前年比25～30％高)、対ユーロも年初からの上昇率は16％余に達した。

円高とＧ７の公約

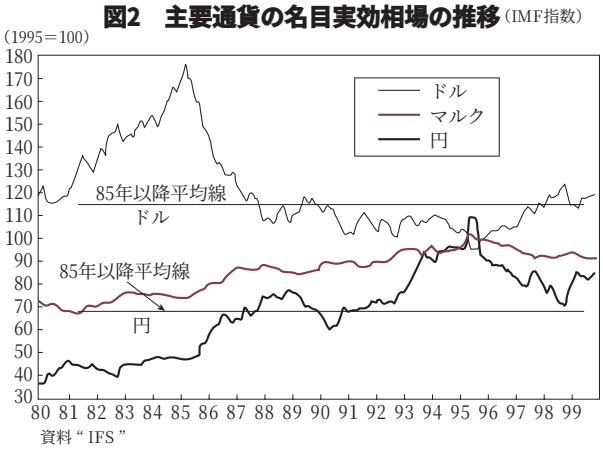
こうした中で開かれたＧ7(9月25日)は、円高が日本及び世界経済に与える影響について懸念を共有し、適切に協力することを共同声明でうたった。それとともに日本は、内需主導の成長、デフレ懸念の払拭が確実になるまで景気刺激策、ゼロ金利政策、十分な流動性供給の継続を約束する形となった。

その後、円/ドルは落ち着きを取り戻し、現在105～106円で推移している。しかしこの水準は、主要企業の下期想定レート113.6円(9月の日銀短観)や、企画庁調査の輸出企業採算ﾚｰﾄ112.6円(１月調査)に比べてかなりの円高である。年内についてはすでに115円近辺で為替予約を済ませている企業が多いため、影響は少ないとみられるものの、今後も現状またはそれ以上の円高が続けば、年明け後の輸出企業の採算悪化や、安い輸入品の増加が一般のデフレ圧力になることが懸念される。

長期的にみた相場水準の検討

今後を占う意味で、より長期的に三極通貨の

図2　主要通貨の名目実効相場の推移（IMF指数）



資料“IFS”

実効相場の推移をみると(図2)、80～90年代を通じてのマルクの安定に対し、ドルと円の大幅な波動が目立つ。これについては日米両国のきわめて対照的な経済構造や対外不均衡、特殊な相互依存関係の存在を指摘することができよう。

すなわち米国の恒常的な消費超過と日本の貯蓄超過、輸入超過と輸出超過、経常収支の赤字と黒字、それによる対外負債超過と資産超過の累積がある。86年末から債務国に転じた米国の対外負債超過残高は98年末で1.3兆ドル、今年末には1.5兆ドルに及ぶとみられる。これに対して日本の資産超過は、98年末1.2兆ドル(基準レート換算)、今年末は約1.3兆ドルとみられ、帳尻では米国負債超過のほとんどを賄っている形である。

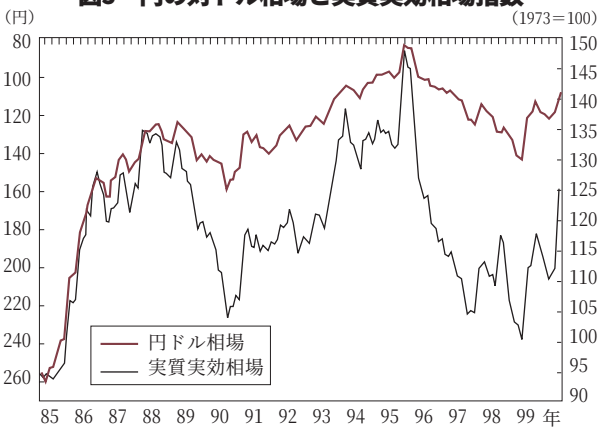
こうした関係の上に両国の中期的な景気循環のずれが重なり、米国の不調時には経常収支の不均衡が注目されて政治的なドル安、円高圧力が強まり(好調時はドル高容認)、好況が進んで金利が上昇、米国証券のリスクが増大すれば、マネーフローの変化とともに急な円高にふれ易い。中間の安定期にはもっぱら金利差を重視する市場が、こうした局面では資産面の不均衡(米の負債過多)に目を向けることになる。

そして直近のドルは85年以降の平均値に比べてやや高めであり(図2)、さらに下押す可能性を持つといえよう。ちなみにＩＭＦもＧ7に向けた年報の中で、ドルの現況は中期的なファンダメンタルズに一致する水準よりやや高めで、米国の負債増大に対する海外の懸念等によってドル安になる可能性があるが、これは米国のインフレに直結するので避けるべきリスクだと述べている。

次に円/ドルと円の実質実効相場との関係を長期的にみると(図3)、80年代には両者の動きは全く一致していたが、90年代には円/ドルだ

け上方に乖離しているのが目立つ。

図3　円の対ドル相場と実質実効相場指数



資料　日銀

このうち90年、97年の実質実効相場の下落には、バブルと消費税引き上げによる国内物価上昇という特殊要因が作用しているが、それを除く乖離傾向については次の2点があげられる。

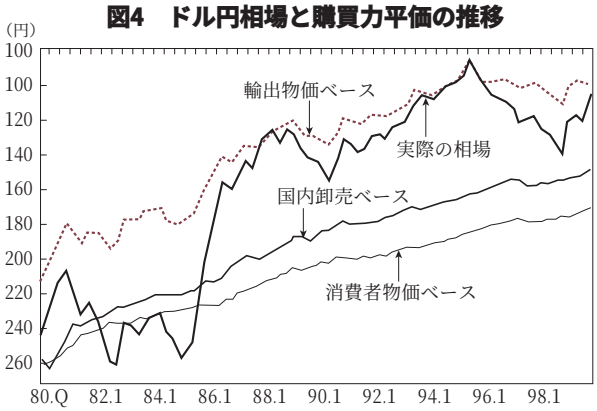
①90年代にはグローバル化や貿易の多角化が進み、対アジアの取引拡大、対米の比重低下で、実効相場にはドル以外の通貨の影響が増加した、②国際資本取引の活発化、日本の対外純資産の累増から、円/ドルには貿易より金融資産面の影響が強くなった、ことである。実効相場が余り上がっていない点でいえば、円高の影響は金融資産面で強く、実体面はさほどでないことも考えられる。次にこの点を観察しよう。

購買力平価の推移と交易条件の変化

為替相場が長期的には収斂するといわれる購買力平価(PPP、日米インフレ率格差で算出)と円/ドルの推移をみると(図4)、最近の円/ドルはPPPの上限である輸出物価ベースのそれに接近している。過去の円高急進期(85～7、93～5年)に、日本の製造業は輸入原料価格の低下、交易条件の改善から高い適応力を示したが(特に85～7年)、最近は輸出ベースPPPの頭打ちもあって、適応の余地が狭まっていることが読みとれよう。

同ベースPPPの頭打ちについては、近年の日本の稼働率低下、生産性伸び悩みで日米インフレ率格差の縮小していることが指摘される。

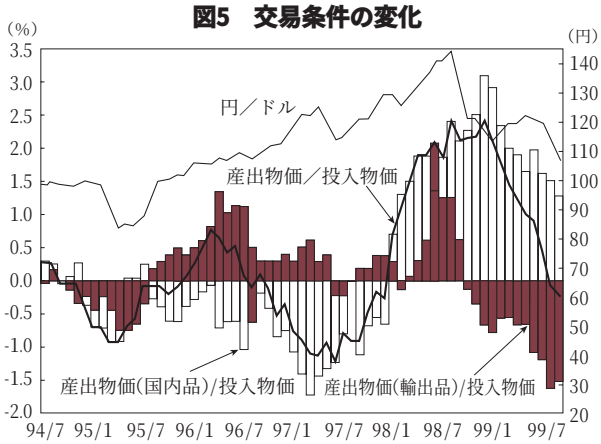
図4　ドル円相場と購買力平価の推移



資料　日銀、総務庁

また製造業一般の収益環境となる交易条件（産出と投入の相対価格）が円高でどのように変化しているかをみると（図5）、輸出品についてはすでに昨秋の円急騰期からかなり悪化し、95年の場合より厳しい傾向がみられる。これにはアジアの新工業国が先のアジア危機を経てさらに価格競争力を強めている、などの輸出環境の変化が影響していよう。

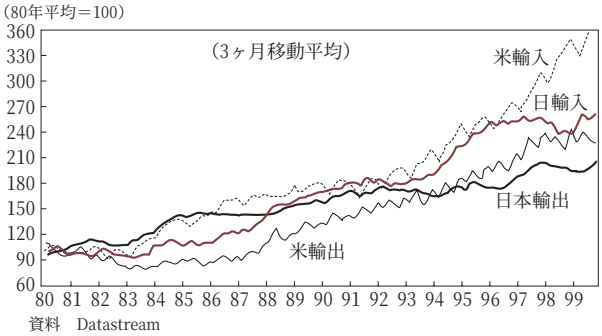
図5　交易条件の変化



資料　日銀「産出・投入物価指数」
（注）1. 国内品価格は消費税引上げの影響を除く。
2. 前年同月比伸び率。

ちなみに日米の輸出入数量指数の推移をみると(図6)、80年代後半から米の輸出はドル安で立ち直り、日本を大きく上回って伸びている。最近の経常収支の不均衡は、もっぱら高すぎる米の輸入、内需の伸びによるもので(日本は低調)、これは円高圧力で改善されるものでないことが知られる。

図6　日米の輸出入数量指数の推移

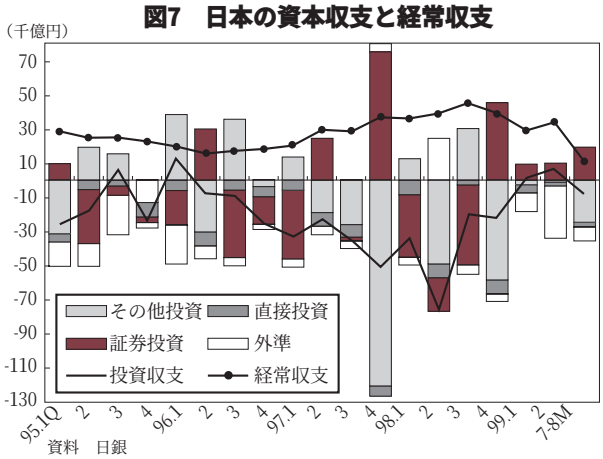


資料　Datastream

資本収支面に見る円高要因

次に日本の資本収支の動向をみると(図7)、民間資本の流出超過すなわち投資収支の赤字は、外為全面自由化直後の昨年4～6月がピークで、経常収支の黒字を大きく上回り、当時の円安の原因になった。この円安は、超低金利政策を制約する、まだ苦境にあるアジア諸国の負担を増す、という二つの懸念から当局が実行した多額の円売り介入(図では外準の流入超)で反転し、8月以降はヘッジファンドの円キャリトレード巻き戻しが加わって急速に円高が進んだ。

図7　日本の資本収支と経常収支



資料　日銀

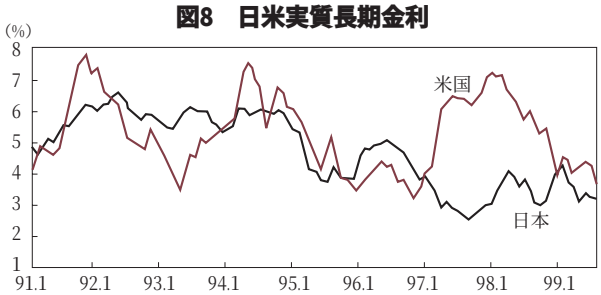
これらによる為替リスク意識の高まりで、日本の対外投資は今年にかけて縮小傾向となり、他方、対内投資は米国からの対日株式投資を中心に増加したので、投資収支は今年第1四半期、黒字に転じ、第2四半期にもその幅を拡大した。経常収支黒字下での2期連続の投資収支黒字は、従来ほとんど見られなかったことである。

それでも日本の景気回復を見込んだ外人の旺盛な日本株買いが円高の主因になったとはいい難い。対内・対外証券投資の内容をみると、今年1～8月(直近)の外人の日本株買越しは7.4兆円(前年同期9千億円)と確かに大きいが、この間、債券は4.3兆円売り越されており、他方、日本の対外証券投資は株・債券計7.4兆円の買い越しで、差し引き4.2兆円の流出超過となっている。ただし日本の対外債券買い越し5.4兆円のうち約3兆円は為替に関係のない円建て債で、米国債は8千億円の売り越しである。円投の外債投資は出渋っていることが、やはり円高の主因といえよう。

またその要因として見逃せないのが上記為替リスクのほか、国内長期金利の上昇である。日本の10年国債利回りは、財政悪化を主因に昨年のボトムから倍以上の上昇になっているうえ、物価は低下傾向なので国際間投資のめどになる実質金利は高どまりしており(図8)、今年前半の金利低下と、物価じり高のある米国のそれとはあまり差が無くなっている。

日銀の超緩和政策も、さしあたりは国債金利の押し下げ要因になり難い現状の中で、結果的にマンデル・フレミングモデルのいう「財政緩和、金融中立型」の為替高要因が生じているといえよう。

図8　日米実質長期金利

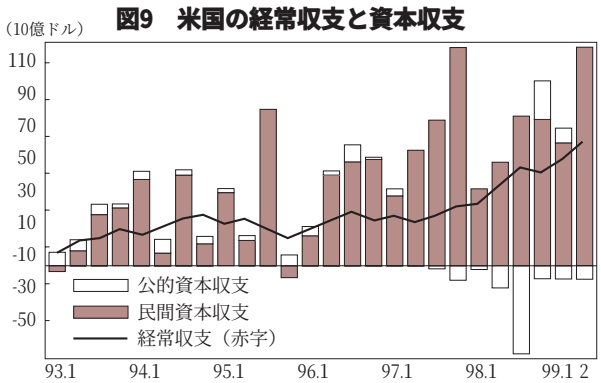


資料　Data Stream
（注）　物価指数は米、生産者、日本は国内卸売(消費税調整)。

米国資本収支の動向

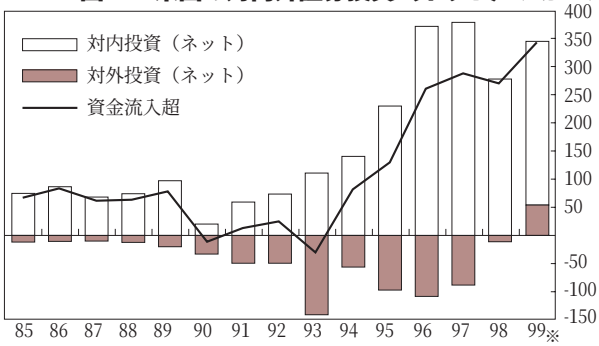
他方、米国資本収支の動向を見ると(図9)、前述した今年前半のドル堅調を裏付けるように、その黒字は経常収支赤字をかなり上回っている。しかし資本収支の中心をなす証券投資の内容をみると、ここでもかつてない変化が起こっている。すなわち今年上期の証券投資黒字は従来のような対内投資と対外投資の差額でなく、対内投資と外国証券の売り越しで生じている(図10)。

図9　米国の経常収支と資本収支



資料　米国商務省

図10　米国の対内外証券投資（ネット）



資料　米国財務省　Treasury Bulletin
※99年は上期の年率

米国に各国から資金が流入、それがまた広く各国に分散投資されるというグローバルキャリトレードは97年がピークだった。98年下期には担い手の一角、ヘッジファンドの機能が急縮小し、リスク意識の高まりもあって対外証券投資は減少に転じた。同ファンドの機能はその後も低調な中で、99年上期には景気過熱で国内の資金需要が高まり、その一部が外国証券の売却で賄われる事態なったわけである。対内投資証券投資の伸びとともに外国証券の買いも増加を続けてきた米国で、半年の計が売り越しを記録するのはのは初めてである。

米の内外証券投資の内容をみると、大量売却の対象は欧州関係であり、ユーロ発足に伴う不安感も影響したとみれるが、それによる流入資金の一部が対日投資に回っている(表1)。上期のユーロ安、円高にはこうした流れが影響していよう。

以上のように円高の原因は複雑だが、経常黒字国日本としては、その黒字環流を可能とさせる条件ー為替の安定が望ましく、それは日本ばかりか米国にとっても必要な段階にきていると思われる。　（戸原 つね子）

表1　米国の対内・対外証券投資取引先国

対内投資（ネット・総額）　ーは外人投資家の売り越し　（単位 億ドル）

	英国	英除く欧州	カリブ諸国	日本	日除くアジア	その他	合計
96	1306	711	411	552	593	129	3702
97	1749	1044	250	345	267	224	3879
98	1380	840	117	203	110	128	2778
99上	391	372	209	107	214	158	1451
うち米国債							
96	657	531	251	414	484	-14	2322
97	983	467	-51	204	192	47	1842
98	144	94	-75	130	144	54	490
99上	-213	-74	-91	81	74	68	-155
対内投資（ネット・総額）　ーは米国投資家の売り越し							
96	379	191	32	99	178	227	1106
97	283	-5	81	100	154	277	891
98	-9	-117	105	16	20	95	110
99上	-388	-144	35	160	3	73	-261

「カリブ諸国」はバハマ・バミューダ、英領西印度諸島、蘭領アンティル、パナマ。

資料　図10に同じ
（注）　図10に同じ