

# 為替市場の変動分析と今後の為替水準について

原 田 喜美枝

## はじめに

ただいま御紹介にあずかりました中央大学の原田と申します。

本日は、証券セミナーで報告させていただく機会をちょうだいしまして、ありがとうございます。

本日のテーマは、為替市場の変動分析と今後の為替水準についてということで（文末資料一ページ参照）、過去の証券セミナーのテーマとは少し

異質だと思います。ですが、外国証券の評価の損益を考える際には、為替は非常に大きく関連する問題です。ここにいらっしゃる方々は、証券会社、業界の方が多くかと思えます。証券投資に関しては、皆さんプロだと思っんですけれども、為替に関する理論や知識については、それほど持ちではないかもしれないと思ひまして、今後の為替水準を考える際に何らかの参考になるようなことを学んでいただければと思ひます。

目次を見ていただきますと、今日の内容が出ております（文末資料二ページ参照）。

外国証券に投資をする際には為替変動リスクが伴うことから、一般には、外国証券というのは非常にリスクの高い商品だという認識があります。

では、為替の変動は予測できるかというと、為替というのは必ずしも無秩序に動くわけではありません。マクロ的な要因など何らかの変動要因があります。理論的に説明できる変動もありますので、まず初めに、為替の変動が過去どういうふうに移ってきたかということを確認しておきます。

日本では政府が外為市場に介入するということが非常に多くありました。適切な為替水準がどこにあるかということを考えるときに、外為市場の介入についても知っておく必要があるだろうと考えましたので、為替介入についても触れておきたいと思います。

為替介入といいますのは、御存じの方も大勢い

らっしゃるかと思うんですが、巨額の資金を用いています。今、外貨準備の残高が非常に積み上がったきていますので、為替介入には効果があつたのかどうかということについても簡単に確認します。市場参加者はどうみていて、学界ではどういう認識があるのかということを説明させていただきます。

次に、「為替レートの決定理論」とありますが、為替は金利や物価の影響を受けますし、それ以外にもいろんな要因によって動きます。マクロ・ファンダメンタルズとの関係ということで、二つほど理論を紹介させていただきます。

そして、理論はどのくらい現実を説明できるのかということについて、図で検証します。最後に、皆さんが興味をお持ちなのはここかもしれないんですが、今後の為替レートはどう動くのか、どういう要因が強ければ、円高に動くのか、円安にな

るのかといったようなことを最後にまとめます。  
こういう予定であります。

## 一、最近の動向

### (1) 短期の為替レートの動向

まず、最近の動向です（文末資料三ページ参照）。

為替レートが、今、円高か円安かということを考えると、一、二年の期間をとって図にして見ることが多いんじゃないかと思えます。ここでは、二〇〇七年以降の為替レートの推移をあらわしています（文末資料四ページ参照）。

これを見ていただきますと、昨年のように今ごろは一二〇円近辺でした。そして、この図は今年の四月までのものですが、一〇〇円を割るところまで円高が進んできています。円高・ドル安が

進んでいるというのが、この一年半ほどの推移を見ていえることです。

三月頃に、日銀が介入するんじゃないかという憶測がニュースになっていました。今の円が高い、ドルが安いという状況の背景には、米国の景気の先行きが不透明だということと、金利を下げたことがあります。金利と為替の関連は非常に強いので、金利を下げた影響がここに出てきている形になっています。

今日は円・ドルレートの表を使います。ユーロなどについては、今回は一切触れないでおこうと思っていますが、もし何か御質問等があれば、それは後でお受けしたいと思います。理由としましては、為替は非常に複雑な要因で動いていますので、円・ドルレートに絞ったほうが話がわかりやすく、視点もはっきりすると思っております。

ここ一、二年のドルに係るニュースをまとめています（文末資料ページ参照）。為替相場が円高になってきた、ドル安になってきたという表現のほうが正しいのですが、急変動を懸念するということで、ことしの四月、G7で共同声明が出ました。実は、こういう形で為替に言及するのはしばらくなくて、七年ぶりでした。G7で、適切に協力するというのがコメントとして出ましたが、昨日、一昨日、大阪で財務相会議がありました、そのときにも財務長官が、為替介入の可能性を排除しないということを発言しています。多分時間があると思いますが、後で見たいかどうかと思いますが、皆さんにお配りしている資料の一番最後のページに六月一日の新聞記事をつけております。日経の記事なので、見た方もいらっしゃるかと思います。

ここ二日ぐらいの間に、米国が為替介入をする

かもしれない、という可能性が高まっています。「介入を排除しない」という表現がありました、大統領も財務長官も、FRBのバーナンキ議長も似たことをいっています。ここに来て、為替介入の可能性が高まっています。

なぜ、今、ドル安を阻止するために協力するといっているかというと、この背景には、米国の金利が下がっているということがあります。米国で金利が下がってドル安につながって、資金が原油をはじめとする商品市場に流れて、食料高とも連動して、今、世界的にインフレの懸念が非常に強まっているという状況です。インフレは回避したい、ですから協力しましょうということになっています。

ですが、実際に為替介入の可能性については、今のところ、それほど高くないんじゃないだろうか、という見方が多いです。

## (2) 長期の為替レートの動向

では、過去にさかのぼります。この図を見てください（文末資料六ページ参照）。九一年以降の為替レートの動きです。過去一八年間です。

今、三〇代後半以降の方々は記憶にあると思うのですが、どういう動きだったかという点、九三年から九五年にかけて非常に円高が進んだ時期があります。一ドル八〇円近辺まで円が高くなりました。その後、じわじわと円安になっていった。一五〇円に近いところまで円が安くなりました。

主要通貨の中で、円・ドルレートの変動幅は断トツで大きいという特徴があります。例えば、円・ドルレートの変化を表すボラティビティという指標がありますが、その値は非常に大きいです。リスクが高い、ということと同じです。急激な円高の流れを阻止しようということで介入して、急激な円安の流れを阻止しようということでは、

も頻繁に介入が行なわれました。

この図に介入を加えたものが次の図になります（文末資料七ページ参照）。

全く同じ為替レートの図に、介入の金額を加え、左の軸であらわしています。右の軸は為替レートです。左の軸は、ドル買い・円売り介入でドルを買った金額を表しています。ドル買い・円売り介入を左の軸であらわしていますので、マイナスは、円買い・ドル売り介入の金額です。ドルを売った介入をマイナスであらわしています。

この図を見ていただいてわかることとしましては、圧倒的にドル買い・円売り介入が多かったということです。ゼロから上に立っている棒線が多くなっていますので、それだけ円高を阻止するための介入が過去に多かったということになります。円買い介入（ドル売り介入）の場合は、一ドル一五〇円近くまで円安が進んだ時期などに、行な

われていましたが、ほとんどはドル買いの介入でした。

もう一つ、この図で見えていただきたいことは、二〇〇四年の三月からぴたと介入がないということ。かれこれもう四年以上介入がない状態が続いています。

先ほどの図は九一年以降の為替レートの図でした。この九一年という年には理由がありまして、九一年以降に限って、為替レートの介入額が四半期ごとに財務省から公表されるようになっていす（文末資料八ページ参照）。先ほど三月といいましたが、二〇〇四年三月一七日以降の介入がないということも、財務省の公表資料から見ることでできます。

なぜその後介入がないのかということにつきましては、一つの理由は、ここに挙げてあります「出口論」です。巨額の介入を行ってきたので、

外貨準備が積みあがっています。その外貨準備をどう扱うかという出口論が去年あたりから議論になっていきます。皆さんも御存じだと思いますが、ソブリン・ウエルス・ファンドを設立して、外貨準備の一部を運用するかしなないかという話はここに直結します。

### (3) 実効為替レートについて

もう一つは、今の円高・ドル安は、ドル安であつても、実は円高じゃないという議論があります（文末資料九ページ参照）。円は、確かにドルに対しては円高・ドル安ですが、ほかの通貨に対してはどうかというと、円・ユーロ、円・バツなど、個別にはかの通貨との相対的な関係を見てもいいんですが、一番手っ取り早く、総合的に見て、円の国際競争力ほどの程度のところにあるのかというのを見るのが実効為替レートという指標

です。これは日銀から公表されています。総合的に円の実力をとらえたものが実効為替レートです。

物価の影響を取り除くのが実質という考え方でして、実質実効為替レートというのが、インフレ分を取り除いた、あるいはデフレ分を取り除いた日本の本当の為替レートの力ということになります。

これで確認いたします。図が二つあります（文末資料一〇ページ参照）。一つは名目、もう一つは実質です。動きとしてはほとんど同じなのですが、インフレを含んでいるほうが、変動が大きくなっています。

この手の図は新聞にもよく出てくるんですけれども、ちょっと注意していただきたいことがあります。通常、為替レートというのは、例えば一〇〇円が一五〇円になるのは円安で、一〇〇円が八

〇円になるのは円高です。最初に見ていただいた図にあるように、上に動けば円安、図の下の方に動けば円高、と見ます。が、実効為替レートはちょっと特殊でして、上に動くと円高、下に動くと円安という形になります。そこだけ注意していただきたいと思います。

この図は、かなり長期でとっています。七〇年からの実効為替レートをとっています。二〇〇八年の春まで含まれています。この図の右のほうの直近のところを見ていただくと、確かに今、円高に振れつつはありますが、二〇〇五年ぐらいの水準と比べてみると、まだ当時の水準までは進んでいないという状況です。ですので、一方的に円が高いという状況ではなく、ドルは安い、円はそこそこ高いというのが現状です。

同じ話は実質実効為替レートでも確認できます（文末資料一一ページ参照）。ユーロとドルでいえ

ば、ユーロが高い、ドルは安い。円とドルでいえば、円が高い、ドルが安い。ですが、ユーロと円でいえば、皆さん御存じのように、ユーロのほうが高い、円が安いという状況です。

実効為替レートの元になっている為替レートのウェイトがここにあります（文末資料一二ページ参照）。これは貿易でウェイトをとっていますが、一番ウェイトが大きいのはやはり米国です。それ以外の国、中国ですとかユーロ圏というのも非常に大きな割合を占めています。このウェイトをもとに先ほどの為替レートが計算されています。

## 二、介入政策について

### (1) 為替介入とは何か

次は、介入政策についてです（文末資料一三ページ参照）。

為替介入については、皆さんある程度知識をお持ちだと思います（文末資料一四ページ参照）。

新聞やニュースなどで、「日銀が介入する」「日銀介入」という言葉が出ていますが、あれはやや誤解を招く表現です。日銀が責任を持って介入しているわけではありません。日銀は代理人です。為替介入の決定権は、財務大臣にあります。財務省が決めます。代理人として、為替介入の実務を行うのが日銀です。過去、財務大臣がだれだったかということ、幾ら介入したかということが話題になるのは、こういう理由からです。ここに表があります。

これを見ていただきますと（文末資料一五ページ参照）、二〇〇四年まで介入金額は急激にふえたということが確認していただけます。過去七人の財務官の介入額、これはかなりの金額です。六兆三八七九億円になります。このように、任期

期間中の介入額を確認することができます。これは、だれが財務官だったかということだけではなくて、どれだけ市場が機能していたか、どれだけファンダメンタルから乖離した動きだったかということとも関係しているかと思えます。

## (2) 為替介入の目的と介入の二つのタイプ

### (風に逆らうタイプ・風に乗るタイプ)

為替介入金額を示した先ほどの図で、ゼロより上にある棒線がドル買い・円売り介入の金額だといいましたが、ドル買い、ドル売りという分け方以外に、どういう状況で買うか、売るかという視点で二つに分けられます(文末資料一六ページ参照)。

一つが、「風に逆らう (Against the wind) タイプ」の介入です。これは、円高傾向時に円を売る、あるいは、円安傾向時に円を買い、それぞれ

円高、円安を阻止するというタイプの介入です。目的としては、為替レートの円滑化、急激な変動を避けたいということがあります。そして、円高傾向にあるレートを円安へと反転させることを目的とした介入もあります。

こういった介入とは逆に、「風に乗る (Leading the wind) タイプ」の介入もあります。

これは例としては多くないと思います。どのタイプの介入かというのを判断するのは難しいのですが、風に逆らうタイプの介入が過去多かったとみられています。円高阻止、円安阻止を目標とするタイプの介入が過去には多かったといわれています。

## (3) 介入資金について

巨額のお金が動いているということを何度か繰り返して申し上げていますが、介入の資金

はどこから来るのかというと、これには、政府の特別会計が関係します（文末資料一七ページ参照）。外国為替資金特別会計という会計がありまして、この中で資金が管理されているわけですが、戻りまして、七ペーじ目のスライドを見ながら話をしていきたいと思っています。

日本はドル買い介入が圧倒的に多いということを申し上げましたけれども、ドル買い介入（裏をかえせば円売り介入）ですが、この棒線で表されている資金をどのように調達しているかといいますと、FB（政府短期証券）を発行して、円資金をまず調達します。それを売却してドルを買うという形です。

逆に、マイナスで捉えているドル売り・円買い介入については、手持ちのドルを用いています。先ほどの特別会計に保有しているドルの資金を市場で売却して円を買い入れるという形での介入に

なります。ですので、ドル買い介入のためには、FBを発行して資金調達をしてドルを買うということが必要になってきます。それが先ほどの六九兆に結びついています。

過去、円高局面が多かったということと、ドル買いの回数が多かったということを説明しましたが、これに関連して外貨資金が蓄積されています。外貨のほとんどがドルです。ユーロの介入もまれにあります。ごくまれに、インドネシアルピア買いというのもあります。九七年のアジア通貨危機のときには、インドネシアルピア買いというのもありました。

FBで資金調達をして、それをマーケットで売ってドルを買います。買ったドルは、ここにありますように、大体、米国債などの安全資産で運用されています。御存じの方も多いかと思いますが、日本の米国債保有割合は高いです。

次の図は、二つ線がありますが、太目の線のほうだけを見ていただければと思います（文末資料一八ページ参照）。これが積み上がってきた外貨準備になります。

これは、別の用途でつくられたもので、二〇〇一年三月、量的緩和政策が実施された後の為替介入の金額の累積値です。今日の資料にはおつけしていないんですけれども、過去、日銀は不胎化政策という政策手段をずっとつけてきました。これは、為替市場でドル買い、円売り介入をしたら、その分増えた円資金を国内のマーケットで回収するということをしていました。しかし、量的緩和政策を実施した後は、為替市場で介入した金額をそのまま市場に放置しました。量的緩和から後は不胎化しないという政策に変わっているのが一つの特徴です。

#### (4) 海外の為替介入制度

米国政府が介入する可能性が取りざたされている状況ですが、日本は財務大臣の代理人として日銀が介入するといいましたが、ここで、外国はどうなっているのかということを確認しておきたいと思います。

この図には（文末資料一九ページ参照）、米国、ユーロ圏、イギリスについての説明があります。米国は、政府とFRBに決定権がありますが、優先権は政府にありますので、米国も財務省です。日本は財務省の指示を受けて日銀が行いますが、米国は、FRB (Federal Reserve Banks) が二ありますが、その中でもニューヨークのFRBが介入を実施します。

介入資金については、日本の場合は先ほど説明しましたが、米国の場合は折半です。政府とFRBが半分ずつ出すことになっています。介入した

かどうかというのは、新聞で憶測の記事が出たりしますが、その報道が正しいかどうか確定できるのは四半期ごとです。これは日本も同じです。四半期たつて、何月何日、幾ら介入した、どの通貨でということが公表される仕組みになっています。

ユーロについては、介入実績としてはまだそれほどありません。理事会で決定するという事になっています。主にECB (European Central Bank)、欧州中央銀行ですが、それ以外の各国の中央銀行が行う可能性もあります。

イギリスは、政府と中央銀行であるイングランド銀行に決定権があります。しかし、BOE (イングランド銀行) が介入できるケースは限定されています。

イギリスでは月次で公表されています。四半期で公表されたり、月次で公表されている国が多い

ですが、介入したことをメディアから質問されたらその場で答えるという中央銀行の中にはあります。即日開示の国です。これは非常に特殊なケースです。普通は、タイムラグがあつてから、やっぱりあのとき介入したんだということが明らかになりません。

##### (5) 協調介入について

最近、可能性が取りざたされている協調介入について(文末資料二〇ページ参照)です。為替介入に関する実証論文、学術論文は過去にたくさんあるんですけども、協調介入をすると、高い効果が表れるということは実証済みです。ですので、協調介入がおこなわれるということは、マーケットにとっては、ある意味、非常に大きなインパクトがあるということが事前に予測できるわけです。

では、協調介入はどこで決めるかというところ、G7とかG8といった国際会議の場で決められることが多いです。

二つ以上の中央銀行が同時に介入する場合を協調介入といいます。日本では、米国のFRBとの協調介入が過去に何度ありました。回数は数えるぐらいいしありません。一番直近の協調介入が九八年六月ですので、もう一〇年以上、協調介入はない、日本の単独介入も四年以上ないという状況で、今、ここに来て、介入の可能性が取りざたされるようになってきています。

ここまで、最近の為替相場の動きと介入政策について見てきました。

### 三、介入は効果があるか？

この後、為替介入には効果があったかどうかと

いうことを確認していききたいと思います（文末資料二一ページ参照）。

まず、効果に関しては、次のようなサーベイがあるということを簡単に紹介させていただきます。関係者の見方は分かれています（文末資料二二ページ参照）。

マーケット参加者からすれば介入の効果に対する見方は否定的です。「Cheung and Wong (2000)」の論文は、市場参加者にアンケートをとった結果を分析している研究論文です。

東京市場で否定的な見方が多いのですが、東京市場では、約七割の人が、為替介入は効果がないと思っているという結果が出ています。これがシンガポールやニューヨークの市場になると、三割ぐらいにまで減ってしまつて、ある程度介入の効果はあるんじゃないかという見方のほうが多いです。学者はどうかというところ、見方はまちまちで

す。

巨額の資金を用いて介入を行っているため、それに見合う効果が期待できるかできないかというのは、当然問われる問題です（文末資料二三ページ参照）。

効果があるのかということをもう少し確認します。介入した結果、何がどう影響を受けるかという面から考えます。

これまでの円高局面でのドル買い介入により、外貨建て資産の保有残高が非常に増えています。今はまだ運用していません。ソブリン・ウエルス・ファンドをつくるかつからないかという議論は始まっていますが、結論はでていません。高水準の外貨資金はほとんどドル建てです。これを持っていることのリスクが余りまだ認識されていないかと思えます。外貨準備は、国の資産なんだから、それを運用なんでもってのはかだという意

見がありますが、実は、リスクを考えたらしうでもないということがいえるかと思えます。今、このリスクはまだ顕在化していませんが、近い将来、顕在化してもおかしくないリスクです。

その一つが、金利リスクです。先ほど、ドル買い介入のためには資金調達が必要で、FBを発行していますといいました。これは負債として残ります。負債ですので当然のことながら、利払いがあります。介入で得たドルは主に米国債を購入しています。今のところ、まだ米国債の運用利回りのほうが高いため、FBに対する利払いは深刻な問題にはなっていない状況ですが、米国の金利はだいぶ下がりました。米国の政策金利が下がっているのので、日本で国内金利が上昇すると、調達コストが上がることになり、利払いがふえます。仮に、日米の金利が逆転してしまうと、逆ザヤになり損が避けられない状態になります。巨額の

外貨準備を保有することには金利リスクがある、この認識が余らないと思います。これは出口論にも関係しますが、ようやく最近になって議論が始まりました。過去の介入は、成功したか失敗したか、いろいろ議論があります。しかし、介入した結果、積み上がった外貨をどうするかという問題は、日本では比較的最近の話題になります。

#### 四、為替レートの決定理論

為替レートがいかにか決まるのかについては、さまざまな学説があります（文末資料二四ページ参照）。

為替というのは、株や債券の決定とは根本的に違う部分があります（文末資料二五ページ参照）。外国との相対価格が為替レートです。交換レートが為替レートですので、株や債券と同じ資本市場

の一部ではありますが、内外の要因が影響します。

長期の為替レートの動きを説明する代表的な仮説と、比較的短期の為替レートの動きを説明する仮説、この二つを紹介させていただきます。

##### (1) 購買力平価仮説（PPP仮説）

長期の決定理論としては、PPP仮説が代表的です（文末資料二六ページ参照）。日本語でいうと、購買力平価仮説というものです。購買力平価が Purchasing Power Parity です、略して PPP と呼ばれます。

そもそも購買力平価とは何かといいますと、物価が等しくなるように決まる交換レートのことです。物価の影響を重視しているのが PPP（購買力平価）仮説ということになります。当然、国によって物価は違うんですけれども、物価が等しく

なるように交換レートが決まるというのは、等しくなるように決まらなければ裁定が働く、という考え方です。短期にはもちろん成立しません。関税もあるし、いろいろ障壁があるため、短期には一致しないですけれども、長期で見ると、為替の動きと物価の動きはある程度連動しています。

例えば、日本で二〇〇円で売られているものが米国では二ドルだったとすると、等しくなるような交換レートというのは一ドル一〇〇円です。これが購買力平価というものです。先進国同士の交換レートで考えると余りぴんとこないと思うんですが、途上国にあてはめて考えていただくと、この仮説は長期的に当たっているということを確認していただけるかと思います。

この真ん中に書いてあることです。が、物価の相対的变化につれて為替レートは変動します。物価があがると為替が減価します。減価するというの

は価値が下がるということです。日本でいえば円安です。円安になるということは、インフレ率が高いことです。八〇年代の南米ブラジルやアルゼンチン、あるいは、これも八〇年代でしようか、アジアの例えばベトナムなどのハイパーインフレーションの国というのを覚えていらつしやいますでしょうか。月率一〇〇%以上のインフレ率をハイパーインフレーションというんですが、そういう国が途上国には幾つかありました。

インフレ率が高い国の通貨は売られ、外貨に換えられてしまいます。インフレになるとお金の価値が下がるので、その国の通貨はどんどん価値が下がります。すぐ物にかえる、あるいは、すぐ外貨にかえる、そういう行動をとる人が増えます。PPP仮説でいえば、インフレ率の高い国は為替レートが減価する国だということになります。短

期では、一般には観察できないのですが、一〇年、二〇年といったような長期で見ると、物価と為替の関係は関連があります。

## (2) 金利平価説

マーケットに近いところにいらつしやると、こちらのほうがむしろわかりやすいのではないかと思います。金利平価説というものです（文末資料二七ページ参照）。これは、比較的短期の為替の動きを説明する考え方です。

少し前までの日米の金利で考えてください。金利が高い国の通貨、例えば、二年ほど前の米ドルは、先々、減価する傾向にあることになります。金利が高い米国の将来の為替レートの動きは、ドル安傾向にあるということを説明しているのがこの仮説です。これは先ほど紹介しましたPPPともある程度関係しています、金利が高いという

ことは、物価も高い場合が多いです。物価と金利は一般には連動します。相関がありますので、金利が高い国は物価も高いと考えれば、理論として、長期の仮説、短期の仮説という形で紹介しましたが、別に相反するものではありません。

ここに式が一つあります。 $*印は外国というところをあらわします。左辺は  $\frac{F}{S}$  の差です。 $\frac{F}{S}$  は金利です。日本の金利と米国の金利とみてください。日本の金利、引くことの米国の金利、これが左辺です。$

右辺は、小文字の  $f$  はフォワードレートです。数学の話になつてしましますが、先渡しレートの対数をとつたものです。小文字の  $s$  はスポットレート、為替レートです。これも為替レートの対数をとつたものです。差をとりますので、将来の為替レート、引くことの今の為替レートという形が右辺です。一年後、二年後の円・ドルレートの

現時点で取引できる先渡しレートと、今のスポットレートの差をとったものです。左辺が金利なので、右辺も同じ変化率であらわしたいということ、で対数の差をとっています。

現状、どういう状況かということですが、\*のほうはマイナスです。低くなったとはいえ、まだ米国金利のほうが高い状態ですので、負の値です。この式はイコールで結ばれていますので、マイナスということは右辺もマイナスということになります。その意味は、一番下に書いてありますが、円の先渡しレートが増価するということです。増価は価値がふえる、円高になるという意味です。二年ぐらい前は、まだ日本は政策金利がゼロ%に近いところで推移していました。例えば、米国の政策金利が四%ぐらいだったとすると、\*がマイナス四になります。マイナス四の意味は、将来、ドルが安くなるのが四%ぐらいだという意味で

す。将来円高になるということがこの関係式からいえるわけです。

フェデラルファンドの金利が引き上げられたからドルが上昇したとか、円の長期金利が上昇したから円が買われたとか、そういうニュースは日々あるかと思います。しかし、その日その日の話ではなくて、もう少し長い目で見たとき、一〇年とかではなくて一年とか二年、そういう期間で見たときに、この為替レートの減価、増価の話と内外金利差の関係を説明するのがこの仮説です。

二つほど紹介しましたが、これ以外にも為替の決定理論はいろいろあります。例えば、経常収支と為替の関係を説明する理論があります。理論から離れて、GDPなど経済指標の発表が為替レートに与える影響等についても分析されています。最近では、ブルームバークとかですと、GDPにし

でもCPIにしても、予測値が必ず集計されて出ていますので、予測と現実の公表値の乖離が大きい、いわゆるサプライズですが、そのサプライズが為替レートに与える影響も分析されています。いろんな影響が世の中で分析されているんですけども、伝統的な二つの考え方をここで紹介させていただきます。

## 五、理論の簡単な検証

では、この伝統的な二つの仮説はどの程度正しいのかということを、二つの図で説明させていただきます（文末資料二八ページ参照）。

### (1) PPP仮説の検証例

一つめの図は、日銀の論文からの借り物です（文末資料二九ページ参照）。

線が三つありますが、実線を見てください。これは為替レートの動きを表します。かなり長期間、七〇年代から見えています。先ほど、PPP（購買力平価）は長期で成立する仮説として考えられるといいましたが、どの程度当てはまりがよいのかということを図で確認します。

実線が為替レートの動きです。二〇〇七年まで表示されています。点線で似たような動きをしている線が二つありますが、下にあるほうがCGPI、上にあるほうがCPI（消費者物価指数）です。CGPIは企業物価指数です。両線とも物価です。物価の動きをなぞって見ていただくと、比較的為替レートの変動に近いといえます。途中、八〇年代に乖離していますけれども、傾向としては似た動きをしているのはCGPIのほうです。企業物価指数のほうが、より為替レートの動きを追っているといえます。これはなぜかというと、

企業物価指数のほうには貿易財が含まれているからです。貿易も考慮されているので、為替の動きと比較的連動しています。

一方のCPI（消費者物価指数）は、家計が購入する財のバスケットが基準になって物価が計算されていますので、この中には、非貿易財というんですが、貿易されないものが多く含まれています。例えば、日々買うパンとか理髪料、そういうものは貿易財ではありませんので、多少乖離はあります。しかし、乖離のあるときもあります。長期的に見ると、PPPという仮説は為替レートの動きをある程度説明できるのではないかというふうに見ることができます。

## (2) 金利平価説の検証例

金利平価説はどの程度当てはまりがいいかというのを次の図で考えます。これも借り物の図で

す（文末資料三〇ページ参照）。

左の目盛りが円・ドルレートを表します。図の実線が円・ドルレートです。前のスライドですと塗りつぶされた部分があるんですけども、これが金利差になります。金利差というのは、先ほどの $\frac{1}{1+i}$ です。金利差の縮小と為替レートの動きがある程度関係しているということを確認していただければと思います。

ここまで、理論的な話、政策の話をしてきましたので、少し理論から離れて現実の話をして、最後、まとめという形にしたいと思います。

## (3) 最近の米国経済の動向と為替レート

長期の話はいい、もっと短期の資金移動もあるんじゃないかとおっしゃる方がいらっしゃるかと思います。実需と仮需という見方で説明します（文末資料三一ページ参照）。両方とも為替レート

に關係しています。実需がある場合は、為替がどう動くかということを予測して、それなりにヘッジしたりする必要があるんですが、仮需の場合は、一概には言えません。これは、一時期話題になったキャリートレードなどが一例ですが、実需には基づいていません。日本は低金利だったので、日本で借りる、そして高金利の国に投資をする。この取引は、必ずどこかで反対売買をして決済する必要があります。米国で金利が下がると、米国金利の下落と円の増価の連動性が高まることになります。

今、話題になっているのは、米国経済の先行き不安です（文末資料三二ページ参照）。サブプライム問題で景気が悪化しつつあり、それに対して、政策金利を引き下げて景気を刺激したいという思惑があります。が、政策金利が下がると、先ほどの金利の裁定式がありました、ドル安も招

いてしまいます。米国債に投資されていた資金がハイリターンを求めて商品に流れるという形でドル安を招いています。

では、ドル安は放置しておいていいのかというと、そうではありません。ここ数日、米国大統領が、介入も視野に入れているという発言をしています、米国のマクロのバランスから考えると、強いドルを維持する必要があります。

理由は、米国の経常収支、貿易で考えていただとわかるかと思います。中国からの輸入が多い、日本からの輸入が多いということで、経常収支の赤字が非常に拡大しています。一時期話題になった「双子の赤字」という言葉があります。双子とは、貿易赤字と財政赤字、の二つです。米国は、恒常的に貿易赤字の国です。裏を返せば、経常収支が赤字ということは、資本収支は黒字です。赤字の経常収支と黒字の資本収支は、表裏の

関係にあります。黒字の資本収支は、日本とか中国とか欧州などからの資金流入です。マクロで見ると、資金が流入しているから米国は国内の投資ニーズを満たし、景気が良かったわけです。

ですので、資金が流出してしまうと、赤字をどうファイナンスするかという問題が表面化します。例えば、高金利を維持できれば、海外の投資家が米国のマーケットに興味を持つてくれる、ドル安にもつながらないということが考えられます。しかし、高金利は、今の米国ではとれない政策です。今は金利低下がドル安を招いています。ドル安は、先ほど世界的なインフレにつながるという話をしましたが、米国のインフレも拡大させます。米国は、先ほどいいましたように、輸入が多い国です。ドル安になると、輸入物価が高くなるといふ問題もあります。そして、インフレにもつながります。ですので、米国はインフレに苦勞

することになります。

強いドルを維持したいという米国ですが、金利は高くは維持できないというのが現状です。

## 六、今後の為替水準について

最後に、今後の為替はどうなるのかということについて、簡単にお話しします（文末資料三三ページ参照）。

ここも、短期と長期に分けました（文末資料三四ページ参照）。円高要因と円安要因を短期と長期の要因に分けて考えてみました。細かく書くと、もつといろいろなことが書けるんですけども、米国の金利上昇は円安要因で、反対に金利下落は円高要因、といったように、表裏の関係にあることが多いので、たくさんは書き込みませんでした。ただ、一つだけ、見ていただきたいか箇所

があります。長期にみたときに円高要因というのは多くありません。長期で円高要因とは、日本の景気が回復するとか、日本の技術が高く外国に売れるとか、あることはあるんですが、この先、長期的に見て、円高になる要因というのは余りありません。むしろ、長期で見ると、円安になる要因が多いです。

まず、長期から確認していきます。円安になる要因をあげています。日本は少子高齢化が進んでいます、それは別の言い方をすれば、労働力人口が減っているという状況です。つまり、マーケットが縮小するということです。今、地方ではすでにマーケットは縮小ぎみですが、そのうち全国規模でマーケットは小さくなってきました。そのときに、縮小していく国に投資をするかという問題が生じるでしょう。むしろ外国に目を向けるほうが多くなると思います。日本の人口が減る、こ

れは人口の話ですが、為替にしても、株式市場にしても、プラスの要因には働きません。もうひとつの要因として当然のことなのですが、景気の悪化は、円安要因になります。

短期的に見ると、今は円高・ドル安の状態です。予想するわけではありませんが、識者のコメントなどを見ていても、まだしばらく円高は続くだろうという見方が多いです。その一つとしてあげられるのが米国の軍事費です。財政赤字の拡大要因です。これは円高要因になります。

先ほどの金利平価の式でイメージしていただくといいかと思いますが、政策金利であるフェデラルファンドの下落も円高要因になります。あと、今、米国では景気が悪くなり始めていますが、これも円高要因につながります。

ですので、短期的に見ると、しばらくは今の円高の状態は続くだろうという見方が多いです。

それでも、円安になる要因もあります。日本の毎年の財政赤字が累積された政府の負債残高は巨額ですが、これはまた別の問題もありますけれども、円安要因です。短期には円高要因が多いので、今の状況がまだ少し続いて、その後、円安要因が表面化してくるのではないだろうかと思っております。

まだ少し時間があるかと思いますが、お配りした新聞記事を見てください（文末資料参照）。

米国がドルを防衛するという記事です。介入も視野に入れる構えを示し始めたということですが、今、このセミナーで報告させていただいたようなことが書いてあります。ドル安が原油高につながり、食料高とも連動して世界全体にインフレが及ぶと説明されています。米国の貿易収支は巨額の赤字ですので、ドル安によりさらなる輸入物価の上昇も懸念されます。

ポールソン財務長官が、先週末、大阪で、介入を検討対象から排除しないという発言をしました。が、それ以外にも、いろいろな人がいろいろいつているということが書かれています。

市場参加者のコメントとしては、米国は今、国内景気を考えると利上げに動けない、なので、インフレ圧力になっているドル安に言及せざるを得なかったのではないかと、介入はないのではないかとという意見が紹介されています。ドル安が進めばドル買いも実施するでしょうというコメントも挙がっています。介入の可能性はあるとみている市場参加者でも、インフレを抑えたい欧州などとは利害が対立するので、米国は単独で為替介入を実施せざるを得ないでしょうとみています。

この先も為替に関する話題がニュースになるかと思えます。今日いったような話を参考に、今後の為替レートの水準について考えていただければ

幸いです。

以上で私の報告を終わらせていただきます。御清聴ありがとうございました。(拍手)

**若林常務理事** 原田先生、為替レートの決定理

論、あるいは為替水準の今後の動向などを含めまして、幅広くご説明いただきまして、ありがとうございます。

若干お時間もいただいておりますので、ここで、御質問等ございましたら、お受けしたいと思います。御質問、御意見、いずれでも結構でございますので、よろしくお願いいたします。

**質問者** 先ほど少しお話しいただいたのですが、最近の学説などについて、口頭で、列挙だけではないので、お話しいただければと思います。

**原田** 最近の学説といえますか、最近どういうことが分析・研究されているかということを紹介し

ます。一つはデータですが、ティックデータという高頻度データが最近よく使われるようになってきています。今までは、為替レートというと、何月何日幾らという話が多かったんですが、最近、一分刻み、一秒刻みのデータを使ってマーケットに与えるインパクトがいろいろ分析されています。例えば、ニュースがマーケットにどういう影響を与えるかということで、ティックデータを使った分析が数多くあります。経済指標の発表や、金融政策決定会合結果の公表などについても、同様に分析されています。

介入政策についても、主流はティックデータを使った分析に移っています。為替介入があるというのは、為替市場にとっては非常に大きなインパクトです。結果として効果があったかなかったかというのはまた別問題で、したということがすごく大きなインパクトなので、介入報道によって為

替レートがジャンプしたかどうか等について分析されています。

学説というよりも、分析の方法ということになりますでしょうか。為替レートの決定理論という理論的な面ではそれほど変化はないかと思えます。分析については、ツールも新しくなつて、データも新しくなっています。

**若林常務理事** ほかにございませんでしょうか。どうぞ御遠慮なく御質問いただければと思います。

それでは、私のほうから一点、先生に質問させていただきます。

為替の短期的な見通しと長期的な見通しについてお話しいただいたんですが、その中で、長期的には円高要因がないというような御説明だったかと思いますが、最近では、いわゆる外国資本を国内に導入するという議論がなされています。すな

わち、かつて米国において、日本の自動車メーカーを誘致するというようなことに非常に力を入れておりましたが、そういう政策というのは、この場合、為替政策とは直接関係ないかと思いますが、どういうふうに位置づけて考えたらよろしいのでしょうか。先生のお考えがございましたら、お教えいただきたいと思います。

**原田** 今の御質問内容としましては、政府が旗を上げて東京市場を活性化させましょう、外資に入ってきてもらいましょう、という東京をマネーセンターにするというお話だと思います。そのときに、円高だったら余り資本が入ってこないんじゃないかとお考えだと解釈しました。その場合、為替の話というよりも、国策的な面が強いかなと思います。シンガポールなどでもやっているんですが、国を挙げて金融市場を活性化して、魅力的なマーケットにしたい、規制緩和する、そう

いった話は、為替とは関係ないところで多分進んでいって、為替も、実施段階では影響を与えると  
いうことになるんじゃないかと思います。

**若林常務理事** ほかにございませんでしょうか。  
それでは、時間も参りましたので、本日の証券  
セミナーをこれで終わらせていただきたいと存じ  
ます。

原田先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(はらだ きみえ・日本証券経済研究所客員研究員  
中央大学専門職大学院国際会計研究科准教授)

(この講演は、平成二〇年六月十六日に開催されました。)

原 田 喜美枝 氏

略 歴

学歴

昭和62年 4 月 大阪外国語大学外国語学部入学  
平成 3 年 3 月 大阪外国語大学外国語学部卒業  
平成 3 年 4 月 大阪大学経済学部編入  
平成 5 年 3 月 大阪大学経済学部卒業  
平成 5 年 4 月 東京大学大学院経済学研究科入学  
米国留学 ロチェスター大学大学院経済学部等を経て  
平成13年 3 月 東京大学大学院経済学研究科単位取得退学

学位

平成15年 3 月 博士（経済学）東京大学

職歴

平成 9 年 4 月～平成13年 3 月 財団法人 日本証券経済研究所 専任研究員  
平成13年 4 月～平成16年 3 月 大東文化学園 大東文化大学 経済学部 専任講師  
平成16年 4 月～ 中央大学 専門職大学院 国際会計研究科 准教授  
(現在に至る)

主要論文等

"Bank Fragility in Japan: 1995-2003," (共著者: Takatoshi Ito) *Japan's Great Stagnation: Financial and Monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, Michael Hutchison and Frank Westermann, the MIT Press Inc. 2006.

"Effects of the Bank of Japan's Intervention on Yen/Dollar Exchange Rate Volatility," (共著者: Toshiaki Watanabe), *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 2006

"Japan Premium and Stock Prices: Two Mirrors of Japanese Banking Crises", (共著者: Takatoshi Ito), *International Journal of Finance & Economics*, 10(3), 2005

"Dividend signaling in Context: Evidence from Japan," (共著者: Pascal Nguyen), *Pacific-Basin Finance Journal*, 13/5, 2005

"Credit Derivatives Premium as a New Japan Premium," (共著者: Takatoshi Ito), *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(5), 2004

# 為替市場の変動分析と 今後の為替水準について

中央大学国際会計研究科准教授  
(一橋大学経済研究所客員准教授  
当研究所客員研究員)  
原田 喜美枝

1

## 目次

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

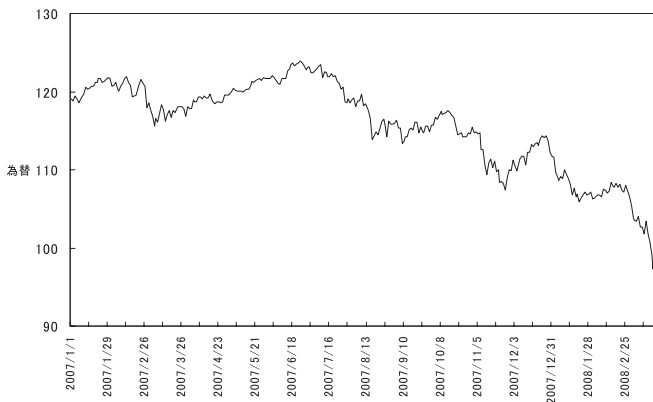
1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

3

## 為替レートの動向 2007年以降



2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

4

## 為替レートの動向(短期)

- G7共同声明「金融安定へ協調行動、急激なドル安けん制(2008年4月11日)」。為替市場への対応は「よく注視し、適切に協力する」、各国が協調して取り組む姿勢。
- 為替急変動への懸念明記は、2000年9月以来、7年7ヶ月ぶり。
- 米国財務長官発言「為替介入排除せず」(2008年6月11日、日本経済新聞、記事添付)。FRB首脳もドル安に懸念を表明。ドル安が原油高を招き、食料高と連動し世界にインフレをもたらすというシナリオを回避する狙い。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

5

## 為替レートの動向 1991年以降

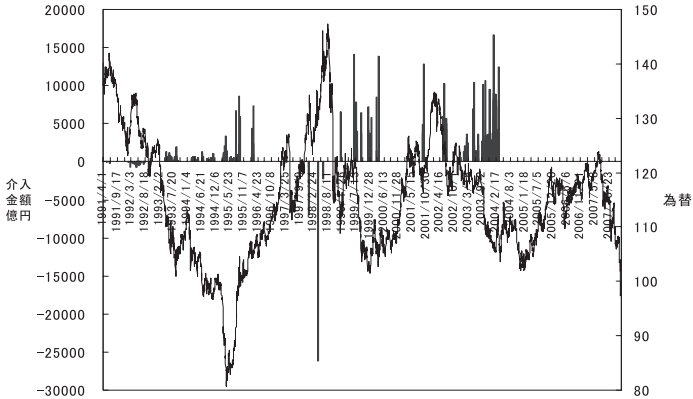


2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

6

## 為替レートと介入金額



2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

7

## 為替レートの動向(長期)

- 財務省は1991年以降の外為為替市場における介入実績を公表している。
- **2004年3月17日**以降は介入なし。相場形成を市場に委ねる状況が継続。
- 2004年以降は、為替市場での巨額介入政策の見直し、「出口」論が議論。積みあがった外貨準備をどう扱うかは政府の課題。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

8

## 実効為替レート

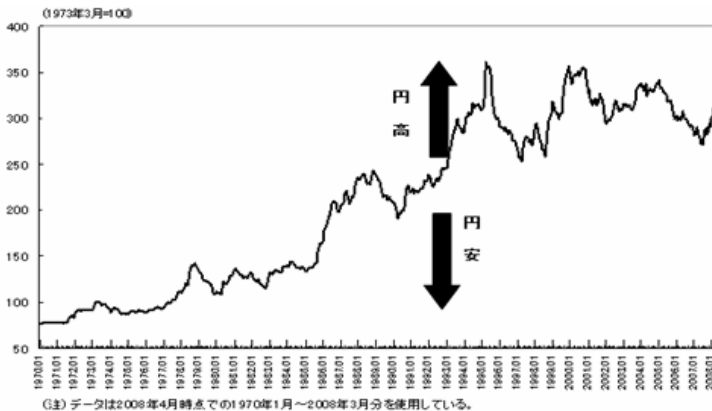
- 実効為替レート: 特定の2通貨間の為替レートをみているだけでは分からない為替レートの対外競争力を、単一の指標で総合的に捉えたレート。
- 物価調整後の実効為替レートが「実質実効為替レート」。  
物価によっても、対外競争力は影響を受ける為。
- 実効為替レートでみれば、現状はまだ円安の水準。米ドルに対しては円高、他通貨に対しては円安。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

9

## 名目実効為替レート

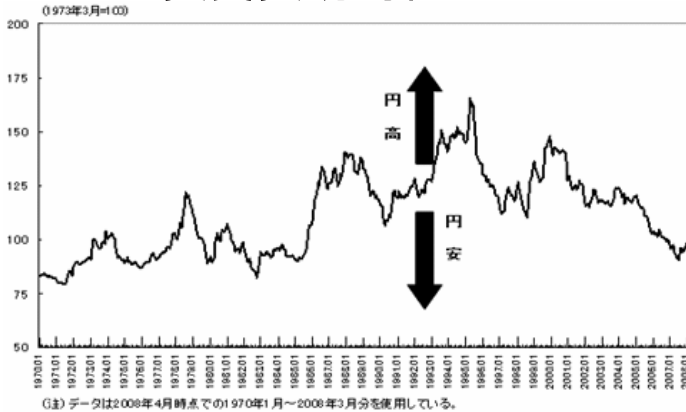


2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

10

## 実質実効為替レート



2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

11

## ウェイト

対象国・地域の2005年時点の輸出ウェイト一覧

| 国・地域名   | 輸出ウェイト |
|---------|--------|
| アメリカ    | 0.2582 |
| 中国      | 0.1541 |
| ユーロエリア  | 0.1236 |
| 韓国      | 0.0898 |
| 台湾      | 0.0839 |
| 香港      | 0.0692 |
| タイ      | 0.0432 |
| シンガポール  | 0.0355 |
| イギリス    | 0.0290 |
| マレーシア   | 0.0241 |
| オーストラリア | 0.0239 |
| インドネシア  | 0.0177 |
| フィリピン   | 0.0174 |
| カナダ     | 0.0169 |
| メキシコ    | 0.0133 |

(参考) 2005年の全輸出額に占める対象国・地域のカバレッジ: 87.32%

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

12

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

13

## 介入政策について

- 為替介入とは(日本銀行の資料から作成)；
- 財務大臣が円相場の安定を実現するために用いる手段。
- 為替介入は財務大臣の権限において実施される。日本銀行は、その際に財務大臣の代理人として、財務大臣の指示に基づいて為替介入の実務を遂行する。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

14

## 介入政策について

- 歴代財務官の為替介入額（財務省の資料に基づき作成）
- 過去7人の財務官の介入額は合計で**69兆3879億円**。

| 歴代財務官 | 任期        | 為替介入額     |
|-------|-----------|-----------|
| 千野忠男  | 91.7-93.7 | 24,422億円  |
| 中平幸典  | 93.7-95.6 | 53,111億円  |
| 加藤隆俊  | 95.6-97.7 | 36,864億円  |
| 榊原英資  | 97.7-99.7 | 86,544億円  |
| 黒田東彦  | 99.7-03.1 | 135,620億円 |
| 溝口善兵衛 | 03.1-04.7 | 352,564億円 |
| 渡辺博史  | 04.7-07.7 | 0円        |

## 介入政策について

- 介入目的は「レートの変化率に影響を与えるため」
- “風に逆らう(**Against the wind**)タイプ”（円高傾向時に円を売る、あるいは円安傾向時に円を買う。
  - { 円滑化介入（急な変動を避ける）  
反転介入（変化の方向を変える）
- “風に乗る(**Leading the wind**)タイプ”（円高傾向の時円を買う）。望ましい水準への回復を早める。

## 介入政策について

- 介入資金は、政府の「外国為替資金特別会計」(「外為会計」)の資金(外貨資金と円資金)を用いる。
- ドル買い・円売り介入の場合:「政府短期証券(FB)」を発行し円資金を調達し、売却してドルを買い入れる。
- ドル売り・円買い介入の場合:外為会計の保有するドル資金を市場で売却して円を買い入れる。
- 円高局面での外貨買い・円売り介入の累積等から、外為会計には外貨資金が蓄積されている。外貨資金は流動性等に問題のない主要先進国債券で運用される(図参照)。

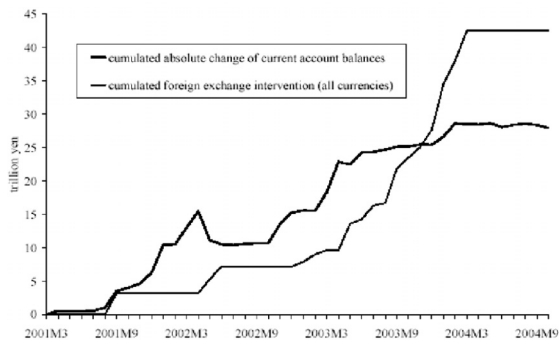
2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

17

## 介入政策について

### □ 外貨準備の蓄積



2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

18

## 介入政策について

### □ 海外の為替介入制度（資料：日本銀行）

|         | 米 国                                                                                | ユーロエリア                                                                                                       | 英 国                                                        |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 介入の決定   | 政府＜財務省＞及び連邦準備制度理事会（FRB）<br>…ただし、政府に優先権。                                            | 欧州中央銀行（ECB）<br>… 介入は、蔵相理事会が策定する一般的指示権と整合的である必要。ただし、一般的指針は、①ECBに諮問した後、決定されるほか、②物価の安定の目的を妨げるものであってはならないとされている。 | 政府＜大蔵省＞及びイングランド銀行（BOE）<br>… ただし、BOEの介入は、金融政策目標達成に必要な場合に限定。 |
| 介入実務の執行 | ニューヨーク連邦準備銀行                                                                       | ECB、各国中銀                                                                                                     | BOE                                                        |
| 介入勘定等   | 政府＜為替安定化基金＞及びFRB（通常、それぞれが介入金額を折半）。介入については、四半期毎に議会報告（Federal Reserve Bulletinにも掲載）。 | ECB                                                                                                          | 政府＜為替平衡勘定＞及びBOE。介入については、月次ベースで大蔵省のホームページ上で公表。              |

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

19

## 介入政策について

- 協調介入：市場介入を複数国で同時に実施すること。市場介入の規模が大きくなることから、強い効果が期待できる。協調介入を決めるのは、蔵相会議やG8などの会議が多い。決定されると各中央銀行が同時に介入する。
- 現実には、FEDとの協調介入は、**1998年6月**以降行われていない。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

20

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

## 介入は効果があるか

関係者の見方は分かれる。

□ 市場参加者；否定的。

Cheung and Wong (2000)「介入によって当局は目的を達せられたと思うか」東京市場では約7割がNo。

□ 経済学者；コンセンサスはない(⇒次項)。

□ 明らかな事実；

①協調して介入すると単独介入より効果が大きい。

②不胎化された介入が与える効果は小さい。

## 介入は効果があるか

- 外為会計は、これまでの円高局面での外貨買い・円売り介入の累積等から高水準の外貨資金を保有。
- 金利リスク：外貨準備に見合うだけの政府短期証券（**FB**）という負債（借金）があり、利払いがある。介入で得た外貨では主に米国債を購入する形で保有。
- 日米の金利差が逆転すれば、資金調達コストと運用利回りの差が逆転。

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

## 為替レートの決定理論

- 外為市場も株や債券などと同様に金融資本市場の一部。
- 為替レートの水準は、株や債券の価格と同様に決定されるのか？ No.
- 為替相場決定理論には様々な学説あり。
- 為替相場を説明する諸説を紹介。
  - (1) 購買力平価仮説 (PPP仮説)・・・長期
  - (2) 金利平価説 (CIP)・・・短期

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

25

## PPP仮説

- PPP(英語のPurchasing Power Parityより、PPPと略記。購買力平価)は、共通通貨で表示された内外のインフレ率が等しくなることを示す。長期の為替水準を説明する。
- 為替レートは、国内外の物価水準の相対的变化につれて変動する。為替の減価率が相対インフレ率に等しい。
- 例: インフレ率が高い国の通貨は減価する。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

26

## 金利平価説

- 金利が高い国の通貨は先々、減価する傾向にある(金利が高い国は一般に物価上昇率も高いことと関係。PPP仮説とも関連)
- カバー付きの金利平価(英語のcovered interest parityの略語、CIP)。  $i - i^* \approx f_{t+1} - s_t$
- 金利差と先渡しディスカウントの関係を説明する。
  - $f_{t+1} - s_t > 0$  円の先渡しレートが減価。
  - $f_{t+1} - s_t < 0$  円の先渡しレートが増価。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

27

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

28

## PPP仮説

「購買力平価(PPP)パズルの解明:時系列的アプローチの視点から」 数論文より



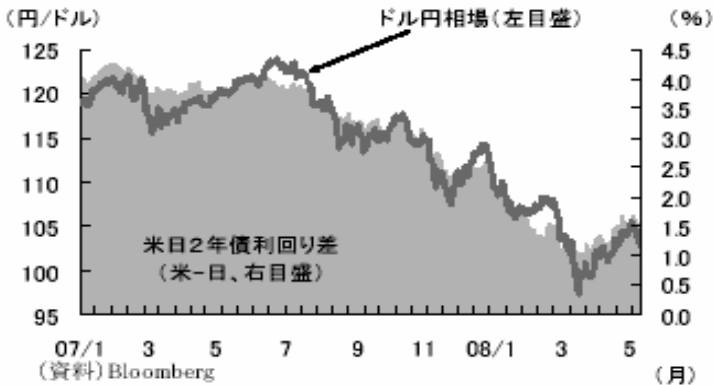
2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

29

## 金利平価説

「みずほマーケットインサイト 2008年5月19日」より



2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

30

## 日米金利差と為替レート

- 為替は「実需」「仮需」の両方があり、両方が複雑に入り乱れた結果形成される。金利裁定式を利用して為替を予想。
- 仮需の例：金利差に着目したキャリートレード。
- キャリートレード：低金利の通貨を借りて（売って）、高金利の通貨に投資すること。つまり、必ず「反対売買・決済」を迎える（米国金利の下落と円の増価）。
- 日本、短期金利がゼロに近い状態、米国、引き締め政策が始まった2004年5月から引き上げ。円で借りて、外国の高利回りの商品に投資する“円キャリー・トレード”増加。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

31

## 米国経済と金利

### ー 強いドル政策

米国の経常収支の赤字を穴埋めし、好景気を支えたのは、日本や欧米からの資金流入。資金が流出しないためには、米国は高金利を維持。

### ー 金利緩和政策

サブプライム問題に端を発した景気の悪化を食い止めるためには、金利を下げる政策。

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

32

1. 最近の動向
2. 介入政策について
3. 介入は効果があるか？
4. 為替レートの決定理論
5. 理論の簡単な検証
6. 今後の為替水準について

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

33

## 今後の為替水準について

### □ 短期

円高要因

VS

円安要因

米国の軍事費拡大

米国の財政赤字拡大

政策金利(米)の下落

米国経済の減速

日本の財政赤字拡大

### □ 長期

円高要因

VS

円安要因

日本の人口減少

景気の悪化・・・等

2008.6.16(月)

日本証券経済研究所証券セミナー

34

— 99 —