

2023. 11. 28



為替相場変動のメカニズム

～理論が発展しても予測は困難～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 過去、為替相場の決定要因を説明しようとする数多の理論が構築されてきた
- とりわけ、多くの国が変動相場制に移行した 1970 年代以降の発展は目覚ましかったが、理論的にどう動くかはわかって、予測に用いるのは難しいという事実は今日に至るまで変わらず
- 相場予想を試みるためには、より短期的な需給の変動要因に着目する必要。また、理論モデルのなかでも、現実の取引でも常に大きな役割を果たしているのは金利動向

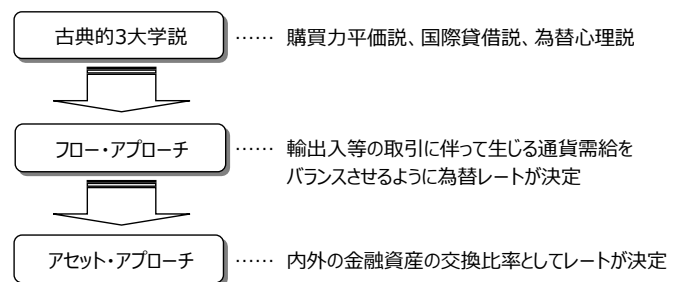
※ 当レポートは、週刊エコノミスト掲載の原稿に加筆修正したものです

1. 代表的な購買力平価説

為替相場は通貨の需給で決まる。ただ、その背景にはさまざまな変動要因が存在し、どの要素が強く影響するかは、通貨の種類はもとより、長期か短期かといった期間、その時々政治・経済情勢等で変わる。

そうしたなかでも、過去、重要と考えられる要素を取り上げ、為替相場の決定要因を説明しようとする数多の理論が構築されてきた（図表 1）。購買力平価説はその代表格である。同じ大きさ、品質のハンバーガーの価格が米国で 1 ドル、日本で 100 円ならば、1 ドル=100 円になるという考え方だ。20 世紀始めに誕生した古典的な学説だが、シンプルで直感的に理解しやすいのも手伝って、今なお広く活用されている。ただ、国家間の商品価格の裁定には長い時間がかかるため、短中期の変動理由の説明としては、単独では使えない。

（図表1）為替決定理論の発展過程



（出所）明治安田総研作成

2. 理論モデルの発展

短中期の決定理論として固定相場時代に発展したのが、二国間の国際収支に注目したフロー・アプローチである。財やサービスの取引を示す経常収支と、その裏側にあるカネ（資本）の流れを示す資本収支（両者の収支尻は概念的に一致する）の不均衡が調整されるように為替相場が決定されるという考え方である（図表 2）。

しかし、変動相場制移行後、資本取引の規模が経常取引に比し著しく大きくなると、ある期間の取引を示すフローよりも、結果として蓄積された金融資本の大きさを説明しようというアセット・アプローチが優勢になった。

出発点となったのがマネタリー・アプローチである。ここでの為替相場は、マネースtockとしての通貨の相対価格である。マネースtockは物価の変動要因であり、これにより購買力平価を短中期の理論に取り込んだのが特徴である。これを拡張したモデルからは、物価の動きが金利よりも遅いことで、一時的に為替レートが均衡水準から大きく乖離（オーバーシュート）する可能性なども示される。マネースtockの差が為替に影響するという点は、グラフ上もよくフィットすることから、考案者の名前にちなみ、ソロスチャートとして市場関係者の間で人気を集めてきた。

マネタリー・アプローチも購買力平価の成立が前提になるが、その説明力が弱いことが明らかになると、商品の裁定より金融資産の裁定により重きを置く理論が発展した。金融資産の裁定には、リスクに対する上乗せ金利であるリスクプレミアムが影響する。これを経常黒字・赤字の大きさ等で説明したのがポートフォリオ・バランス・アプローチである（図表3）。

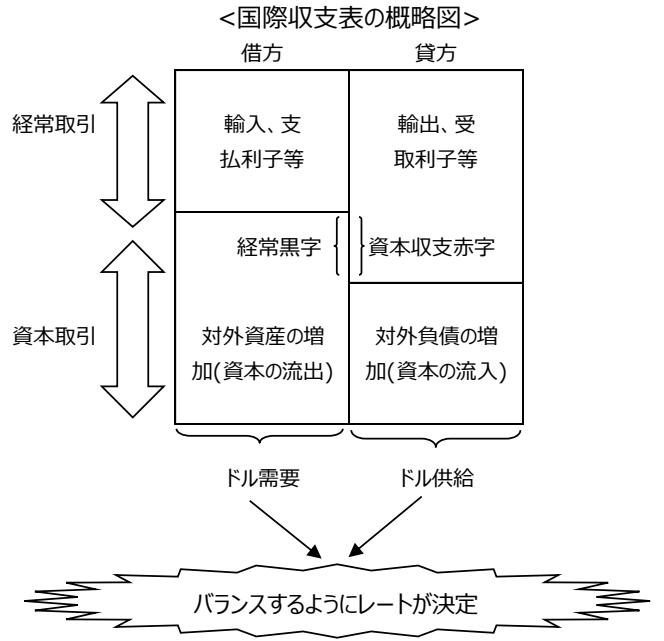
こうした為替相場の決定理論は、ブレトンウッズ体制の崩壊で多くの国が変動相場制に移行した1970年代に急速に発展、1980年代までには一通り行きつくところまで行きついた。ただ、結果として明らかになったのは、為替相場が理論的にどう動くかはわかったが、次にどう動くかはわからないというものであった。あらゆる理論と現実の間に常に存在するギャップだが、そうしたなかでも相場予想を試みるためには、より短期的な需給の変動要因に着目する必要がある。

3. 重要なのは金利の動き

この点、理論モデルのなかでも、現実の取引でも常に大きな役割をはたしているのは金利である。お金は金利の低いところから高いところへと流れるという原理を考えれば当然で、足元でも毎日のように「米金利の上昇によりドル高に振れた」といったニュースが流れている。金利の動きを決める最も重要な要素のひとつが、政策金利を決める中央銀行の動向で、金融政策の決定内容や、中央銀行の高官発言等には常に高い注目が集まる。実際、足元のドル高円安の要因の大半は、日米の金融政策の方向性の違いで説明できるとの見方が多い。

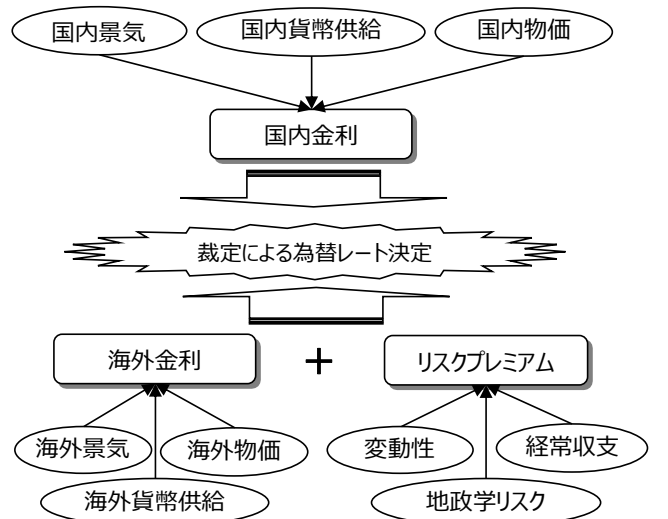
また、名目金利は実質金利、物価予想、リスクプレミアムといった要素に分解できる。実質金利に影響を与

(図表2)フロー・アプローチの考え方



(出所)明治安田総研作成

(図表3)アセットアプローチ(ポートフォリオ・バランス・アプローチ)の考え方



(出所)明治安田総研作成

える実体経済の動き、物価を大きく左右する一次産品価格の動向、リスクプレミアムに影響する経常収支や財政赤字の動向も重要である。同じ金利上昇でも、物価上昇やリスクプレミアムの上昇が主因の場合は、逆に通貨売りの要因になる場合もありうる。したがって、米国よりも金利が高いからといって新興国通貨が単純に買われるわけではない。

4. 通貨独自の性質も影響

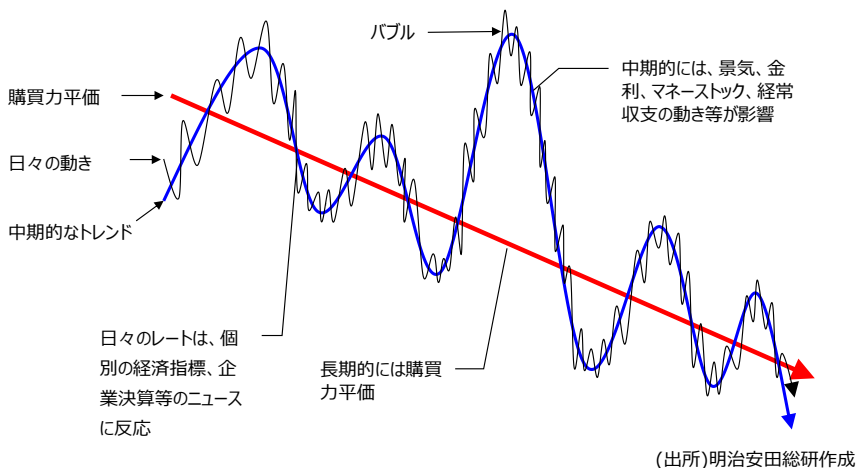
通貨独自の性質も関係する。たとえば、資源輸出国であるオーストラリアの豪ドルは、資源価格の動向に左右されやすい。また、世界景気が良い状態の時に買われやすい通貨をリスクオン通貨、悪い時に買われやすい通貨をリスクオフ通貨という。ドルと円はいずれもリスクオフ通貨、すなわち安全資産とみなされる傾向にあるが、「リスクオフ度」はどちらかと言えば円の方が上で、世界景気が悪化に向かう局面ではドル安円高が進みやすい傾向にある。

取引のスタイル面では、日本の金利が長年の間低位で推移したことで、1990年代以降、円キャリートレードという取引手法が確立された。対象は円には限らないが、相対的に安全かつ低金利の通貨で資金を調達し、高金利通貨で運用するといった運用スタイルで、円キャリーの場合は円売り高金利通貨買いになるため円安要因になる。最近では、米国金利の上昇に伴うドルキャリートレードの巻き戻しが新興国通貨の下押し圧力になったといった説明もなされている。

各国の外貨準備の保有比率の変更や、政府の市場介入、機関投資家の運用方針の変更などにも注目が必要だ。日々の動きのような超短期では、その日の経済指標や、企業決算のニュース、政治家の発言などに応じてランダムに動く（図表4）。こうした局面では、短期の取引で収益を得ようとする投機筋の動きが大きく影響する。

また、心理的な要素も大きく影響する。今や死語だが、2000年代以降の円高局面では、米国の対日圧力が円高心理の定着につながったとする「円高シンドローム説」という言葉が流行った。今では逆に、日本の成長性や財政への不安が恒常的な円安心理につながっているとの説が登場している。市場が抛り所とする「もっともらしい」ストーリーは時とともに移り変わるのが特徴で、それが事実とはかけ離れたものであったときに、「バブル」が生じやすくなるのは株式相場と一緒である。

(図表4)為替レートの変動イメージ



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411