
けいざい早わかり 2010年度第7号

円相場をどうみるか

【目次】

- Q1. 円高・ドル安が進んでいますね？最近の為替動向を教えてください。……p.1
- Q2. 為替相場と金利はよく連動しているそうですね？ ……………p.2
- Q3. 為替相場をみるうえで金利や物価・景気の他に注意しておく点は
ありますか……………p.3
- Q4. 今後、ドルやユーロに対して円高は進みますか？ ……………p.4
- Q5. 今後、人民元など新興国通貨に対して、円相場はどうなりますか？ ………p.5
- Q6. 対資源国通貨の円相場はどうなりますか？ ……………p.6

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 (chosa-report@murc.jp)

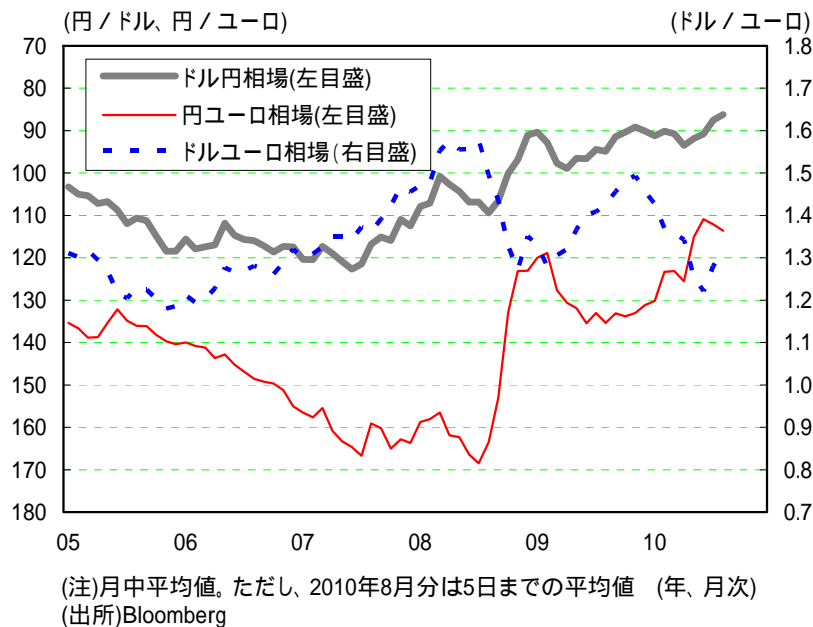
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

Q1. 円高・ドル安が進んでいますね？最近の為替動向を教えてください。

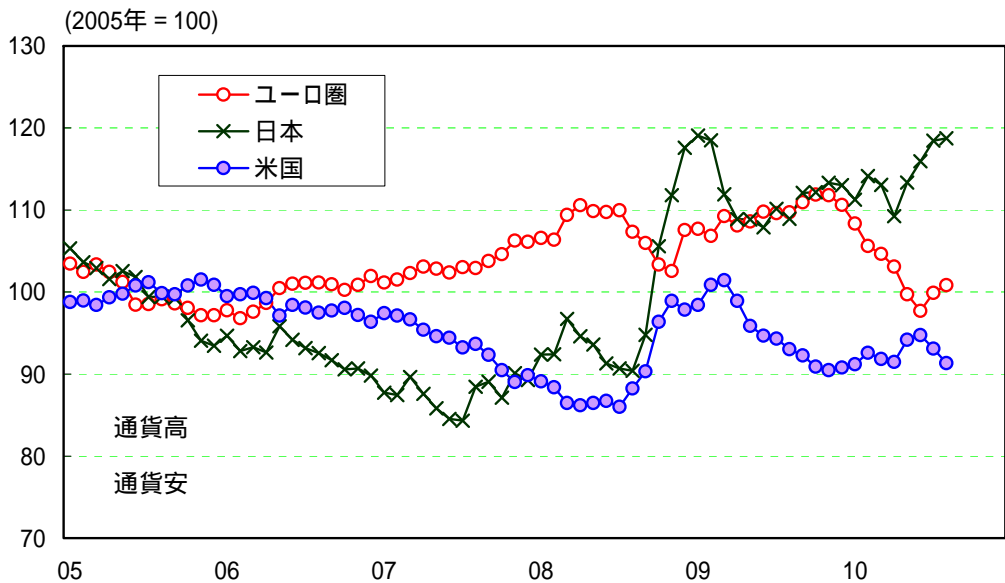
- ・ 最近の円相場の推移をみると、8月に入って対ドルでは85円台に達してきています。2009年11月に一時的に85円を下回ったことがありましたが、それを除けば、1995年以来の円高水準です。ドル円相場は、2007年前半に120円を上回って推移しましたが、その後は円高・ドル安基調が続いています。
- ・ 一方、対ユーロでは、5~6月に一時110円を下回っていましたが、8月にかけて110円を上回り、ややユーロ高水準に戻して推移しています。もっとも、2008年半ばの170円前後から足元では110円前後まで円高・ユーロ安が進んでおり、この数年間是对ユーロでの円相場の上昇が急でした。

図表1. 最近の為替レートの推移



- ・ 通常、目にする為替相場は2国の通貨の交換比率ですが、ある通貨の総合的な値動きをみる指標として実効為替レートがあります。実効為替レートは、個別の為替レートを加重平均したものです(後述する実質実効為替レートと区別して、名目実効為替レートともいわれます)。ドル、ユーロ、円の実効為替レートの推移をみると、2009~2010年に入って、ユーロの下落と、円の上昇が大きかったことがわかります。
- ・ 最近では、6月にかけて欧州の財政問題への懸念が強まり、ユーロが大幅に下落しました。その後、7月に入ると、米景気の先行き不安が強まり、ドルが大幅に下落しました。ユーロやドルに対する弱材料が出る中で、消去法的に円相場が上昇したといえます。
- ・ 実効為替レートでも、2008年のリーマンショック後に大幅に円高が進んで後、円は高値圏で推移しています。

図表 2 . 日米欧の実効為替レート推移



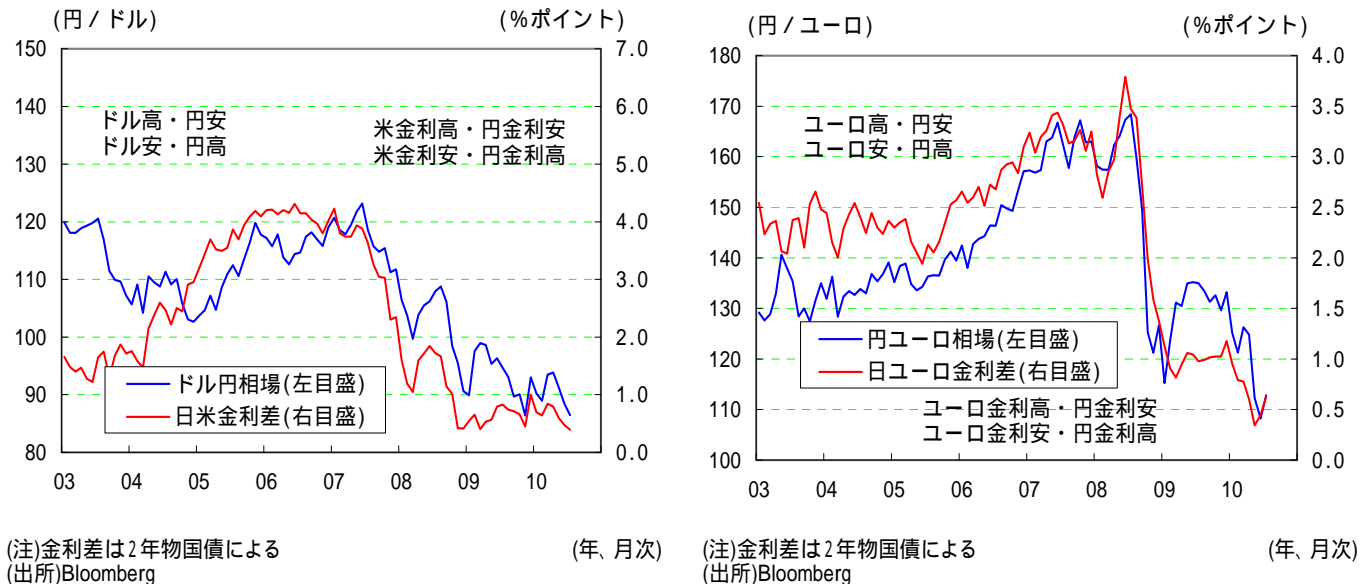
(注)主要57カ国を対象にBIS(国際決済銀行)が算出した実効為替レート。 (年、月次)
2010年の7~8月は試算値。8月は5日までの平均値による。
(出所)BIS、Bloomberg

Q 2 . 為替相場と金利はよく連動しているそうですね？

- ・ 為替相場は、各国の通貨に対する需給を反映して決まっています。これはA国の通貨を保有することによる期待収益率と、B国通貨を保有することによる期待収益率が同程度になるという意味です。もしも、A国の通貨を保有することによる期待収益率が、B国通貨を保有することによる期待収益率とよりも高い(または低い)のであれば、A国通貨はB国通貨に対して上昇(または下落)し、同程度の期待収益率に収斂すると考えられます。そうは言っても、為替取引をする資金の用途は多岐に渡るため、ある通貨の期待収益率を的確に表す指標があるわけではありません。
- ・ ところが、近年は、各国の金利差と為替相場にかなりの連動性が見て取れます(図表3)。これは、金利の変動要因が、景気見通しの変更による場合が多くなっているためだと思われます。つまり、景気見通しの上方修正(または下方修正)によって、金利の将来見通しが上方修正(または下方修正)される時には、様々な資産の期待収益率も上昇する(または低下する)ということが起こっていると考えられます。
- ・ もっとも、金利は、景気要因だけではなく、物価要因でも変化します。物価上昇率の見通しが上振れして金利が上昇する場合は、いわば通貨価値の下落に見合ったリスクプレミアムが拡大する形で金利が上昇しているということです。景気見通しの上方修正と違って、その通貨建ての資産に対する期待収益率が上がったわけではなく、為替相場の上昇には結びつきにくいといえます。現状は、世界的に物価上昇率が低下ないしは安定しているので、為替相場と金利との連動性が強まっていると考えられます。
- ・ この数年は、欧州や米国の景気見通しの下方修正を受けてユーロやドルの金利が低下した分

だけ、ユーロやドルが円に対して下落したとみることができます。

図表3. 金利と為替相場の推移



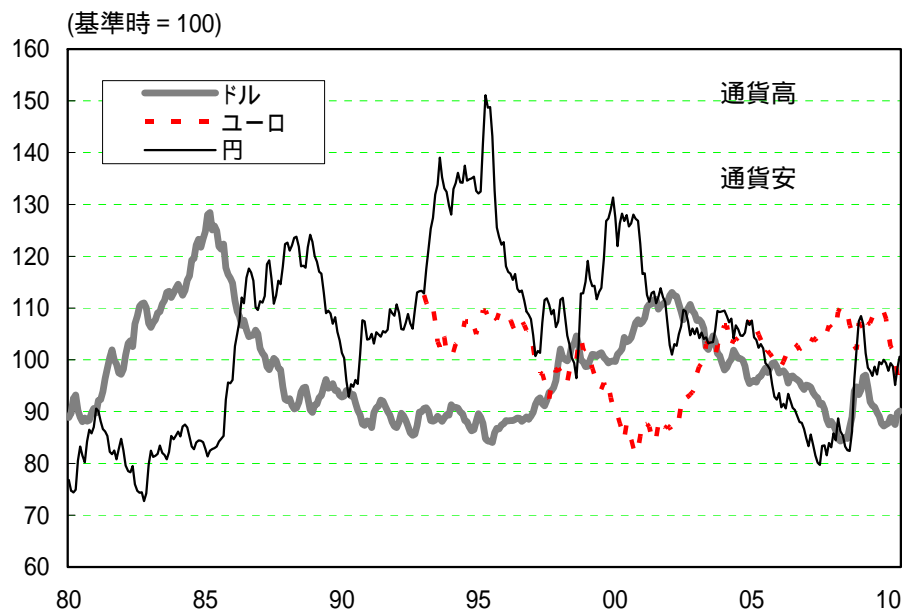
Q3. 為替相場をみるうえで金利や物価・景気の他に注意しておく点がありますか？

- ・ 為替相場は、政治情勢、財政政策、金融規制などの動向にもしばしば左右されます。政治情勢の不安定化、放漫財政の問題化、減税等の景気刺激策の失敗、規制強化などは、基本的には、その国の経済の不安定さにつながるため、通貨安要因とみなされることが多いと思われます。
- ・ 実際に最近では、欧州の一部の国の財政収支の悪化に対する懸念が強まり、それらの国では国債利回りが上昇しましたが、その際にユーロやハンガリー・フォリントは下落しました。
- ・ しかし現実には、その国の経済に対して、悪影響のあることが常に通貨安要因になるとも限らないところがあります。例えば、日本の株価が大幅に下落した場合には、日本の投資家はリスク回避傾向を強めると考えられ、その際に、外貨建て資産を売却して円を購入することにつながります。短期的には、外貨資産の売却によって、円相場が押し上げられる可能性があるといえます。
- ・ また、最近では、日本でいわゆるFX（外国為替証拠金取引）について、証拠金倍率（レバレッジ）の上限を50倍にするという規制強化がありました。一部では、短期的には、外貨購入が減るので円高要因になっているといった見方も出ています。
- ・ 近隣地域におけるテロや戦争が為替相場に影響することもあります。相場ですので、チャートなどによるテクニカル分析や心理戦も重要です。こうした要因も含めたうえで、為替相場は形成されています。

Q4．今後、ドルやユーロに対して円高は進みますか？

- これまで円相場上昇の背景になっていた要因は、基本的には、すでに市場に織り込まれています。欧州では7月23日に金融機関へのストレステストの結果公表などを受けて、財政・金融問題への懸念は一巡しつつあります。米国についても、景気回復の緩慢さやデフレリスクへの懸念が新たに生じたというよりも、金融政策の運営スタンスに関する市場の思惑が変化して金利が低下したという形に落ち着いたといえます。つまり、為替相場を考えるうえで、大きく見解の分かれていた重要事項について共通認識が形成されてきている状況です。その結果、目先は、景気指標など新たな材料に対して反応しやすくなっていると思われます。米国や欧州の景気見通しは、2010年に入って随分と慎重化してきたので、強めの景気指標が出てきた際には、ドルやユーロが買われやすくなっているかもしれません。
- 中長期的な視点で為替相場を考える際には、物価上昇率の格差に注意する必要があります。通貨の全体的な変動は、(名目)実効為替レートでみると述べましたが、さらに物価水準を調整した実質実効為替レートという指標があります。実質実効為替レートは、その国の物価水準が国際的にみて上昇しているか、下落しているかを表します。主な先進国の実質実効為替レートの推移をみると、かなり大きな変動をしていることがわかるのと同時に、中長期的には一方向へのトレンドをもっていないことがわかります(図表4)。このことは、中長期的に物価上昇率が高い国の為替レートには下落圧力がかかり、物価上昇率が低い国の為替レートには上昇圧力がかかることを意味しています。

図表4．先進国の実質実効為替レートの推移



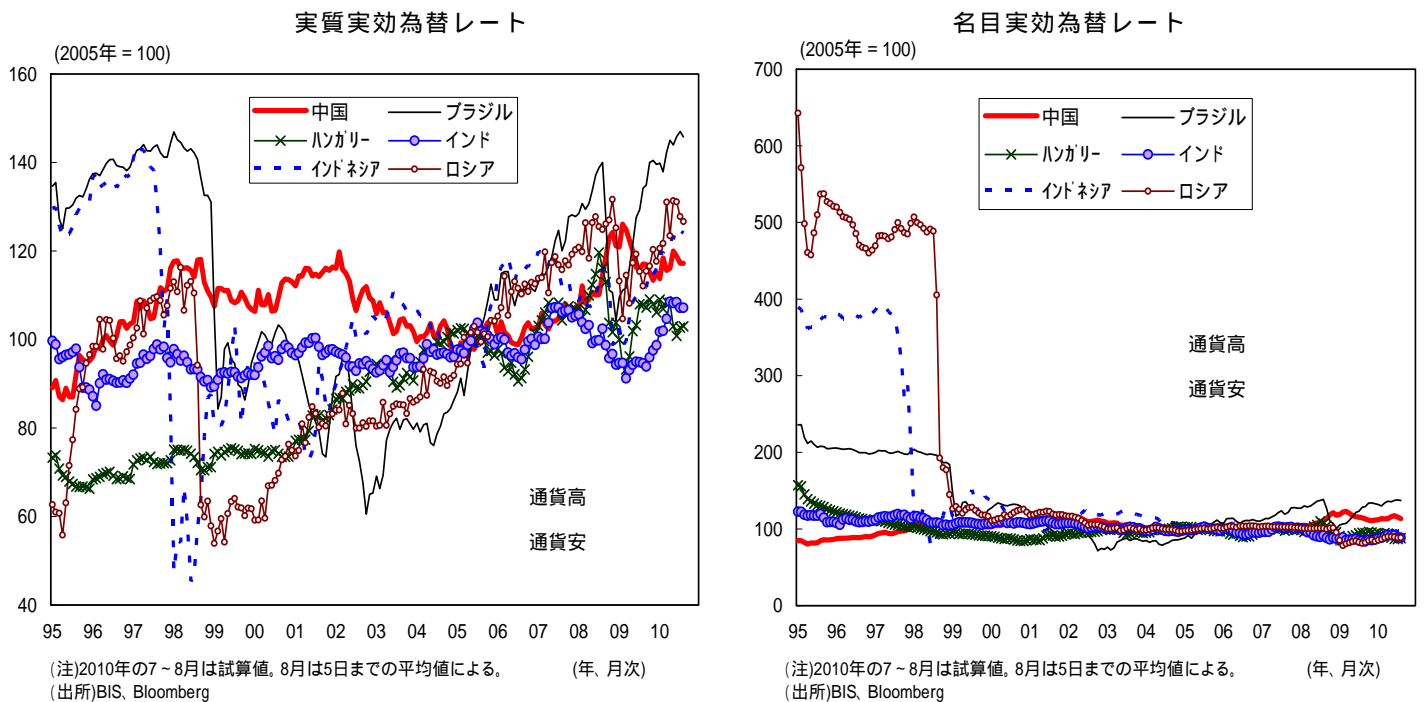
(注)ドルは1973年3月 = 100、ユーロは1999年1～3月 = 100、円は2005年 = 100 (出所)FRB、ECB、日本銀行

- ・ こうした傾向を機械的にあてはめると、今のところ日本が小幅なデフレなのに対して、米欧は小幅なインフレなので、物価上昇率格差を反映した緩やかな円高傾向が想定されるということになります。物価上昇率の格差が年率2%だとすると、円対ドル、対ユーロでの上昇圧力が年率2%分あるということになります。この程度の上昇率は、為替相場の変動率が年間10%以上になることが多いことからすると、小さいといえるかもしれません。しかし、10年といった長期間で見ると、為替相場のトレンドを形成する要因になってきます。
- ・ もっとも、何故、各国間で物価上昇率格差が生じているのかという点が重要です。例えば、日本の物価上昇率が他国より低い理由が、景気が悪いことにあるのか、定率価格引き上げや定期的な賃上げなどの制度・慣行にあるのか、で意味合いが異なってきます。景気の悪さが要因であれば、先に金利との連動性で述べたように、期待収益率の低下による為替下落圧力が上回るのが自然です。

Q5 . 今後、人民元など新興国通貨に対して、円相場はどうなりますか？

- ・ 先に、先進国の実質実効為替レートは、ほぼ横ばい圏の推移が見込めると述べましたが、新興国の実質実効為替レートは一方向に大きく変化することがあります。かつて、1970年代の日本では実質実効為替レートが大幅に上昇しました。また、1980年代にかけて韓国の実質実効為替レートは大幅に低下しました。経済が発展する可能性を秘めている一方で経済基盤が脆弱なので、良い方向にも悪い方向にも、経済構造が大きく変化することがあるためだと思われます。
- ・ 主だった新興国の実質実効為替レートをみると、ブラジル、インドネシア、ロシアなど振幅が大きな国があるのがわかります。また、ハンガリーのように上昇傾向で推移している国もあります。
- ・ 中国については、近年は、比較的安定した推移が続いてきたのがわかります。好調なマクロ経済を背景に、為替相場や物価の安定を重視した経済運営を行うことができたためといえるでしょう。もっとも、将来、人民元が切り上がっていくとみる向きが大半です。国際比較して物価水準が低いことや大幅な輸出超過が続いていることなどから、人民元には上昇圧力がかけやすいとみられています。
- ・ 新興国のマクロ経済は、ひとたび不安定化すると、通貨切り下げなどに至るケースがこれまで幾度もありました。1990年代後半には、経済危機を背景にインドネシア、ロシア、ブラジルなどの通貨が大幅に切り下りました。中国以外の新興国についても、物価などマクロ経済が安定していれば、為替レートに上昇圧力がかけやすいと思われます。

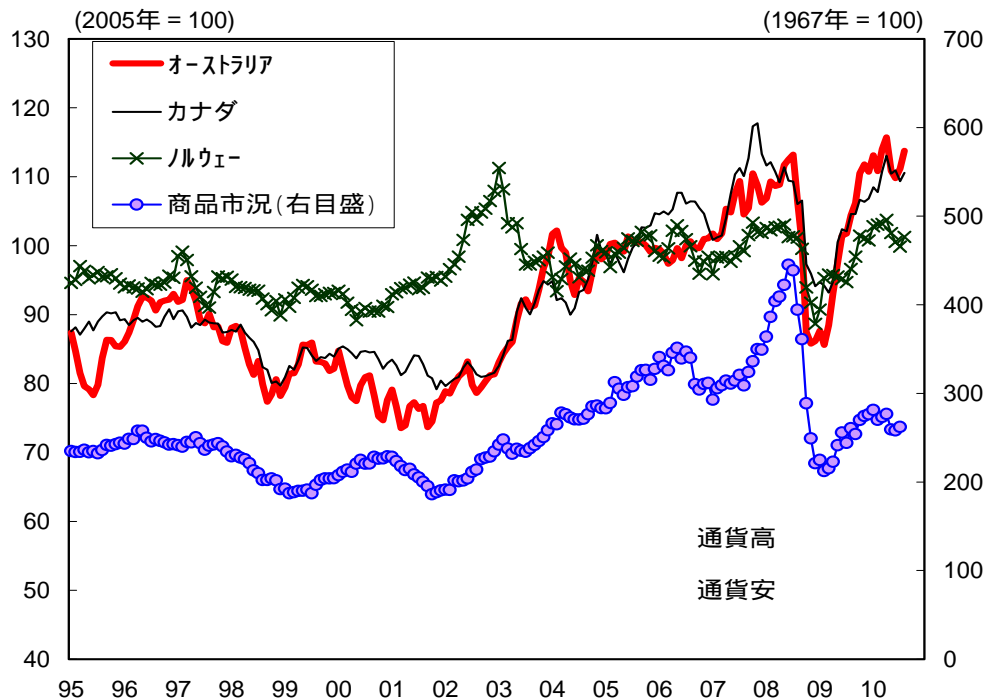
図表 5 . 新興国の実効為替レートの推移



Q 6 . 対資源国通貨の円相場はどうなりますか？

- ・ 資源国通貨は、商品市況の動向に連動するとされます。実際、各国のインフレ率を調整した後の実質実効為替レートをみても、商品市況に連動しています。商品市況が上昇しているときには、資源国は輸出額の増加を背景に国内景気が良くなり、国際的にみても資源国の物価や賃金の水準が高くなっているイメージです。
- ・ もっとも、カナダやオーストラリアやノルウェーは先進国であって、産業構造が極端に一次産品に依存しているわけではありません。基本的には、対米ドルや対ユーロと同様に、実質実効為替レートが大きなトレンドを持っていくとは考えにくいと思います。
- ・ 結局、対円の為替相場は、中長期的には、インフレ格差にみあった推移になると思われます。ただし、新興国需要を背景に金属やエネルギー資源の価格上昇が意識されやすい状況が続いています。資源価格の変動と連動して、資源国通貨の為替レートは変動幅が大きくなるリスクをみておいた方がよいでしょう。
- ・ また、ブラジル、インドネシア、ロシアなども資源国です。こうした国は、新興国と資源国の性格を合わせ持っているといえます。

図表 6. 資源国の実質実効為替レートの推移



(注)2010年の7～8月は試算値。8月は5日までの平均値による。 (年、月次)
商品市況は Thomson Reuters/Jefferies CRB Index,
(出所)BIS、Bloomberg

お問合せ先 調査部 芥田 知至
E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。