

円相場の中長期的予測の鍵は？

国際収支統計と購買力平価で分析

日々いろいろな思惑や材料で変動するドル円相場。短期的な予測はさまざまな要素を幅広く詳細に分析していく必要があり、為替の専門家でも予想は困難を極める。しかし、中長期的な相場は、為替の専門家でなくとも予測する手掛かりがある。そして、事業を行っていく上では中長期的な相場予測の方が重要なことが多い。

本稿ではドル円の需給関係を示唆する国際収支統計、日米の商品競争力と密接な関係があり相場の水準調整をもたらしてきた購買力平価の二つを手掛かりに、ドル円相場の分析方法をご説明したい。

為替市場の参加者

為替市場の参加者は図表1のように分類でき、それぞれ売買の手法に特徴がある。

投機筋は相場の変動に乗り短期の売買を繰り返すことで、利益を得る。輸出企業は商品代金として受け取るドルを売って円にする。輸入企業は商品代金の支払いのために、円を売ってドルを買う。

さらに、中長期的に債券や株式の投資をする内外の「投資家」がいる。日本の投資家が米国の債券や株式に投資をする場合、円を売ってドルを買う。海外の投資家が日本の債券や株式に投資をする場合、ドルを売って円にする。

日米の中央銀行は為替変動が激しい場合に市場介入を行う。急激な円高時には円を売ってドルを買い、円安時にはドルを売って円を買う。

短期的な相場変動は投機筋の売買の影響が大きく予測は容易ではないが、投機筋は利ざやを稼ぐために必ず反対売買を行うので、中期的には為替相場への影響は相殺される。中期的な相場に影響を与えるのは、残りの参加者である（輸出入双方行っている企業はその差額が影響）。こうした市場参加者の動向を国際収支統計で把握することで、中期的な為替相場の動きが見えてくる。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
国際アドバイザリー事業部副部長
保阪賀津彦

ほさか・かつひこ 慶大卒、三菱UFJ銀行で企業の国際展開アドバイザーや為替デューリングなどに携わり、三菱UFJリサーチ&コンサルティングに入社。海外売掛債権管理、為替や資金などの市場リスク管理、海外子会社資金管理などのコンサルティングに従事。

国際収支と相場

中央銀行の介入は2011年以降行われていないため、中期的なドル円相場動向は以下の金額推移を分析すればよいと考えられる。

①輸出額と輸入額の差額②日本の投資家の海外への投資額③海外の投資家の日本への投資額。この動向を国際収支統計で見っていく（なお、国際収支統計にはドル以外の他通貨での取引も含まれるが、対円の取引ではドルのシェアが8割を超えることから、国際収支動向でドル円の需給を推定することが可能）。

①の輸出入の差額は貿易収支で確認できる。昨今は輸出入に加え、知的財産権などの使用料や訪日外国人

【図表1】市場参加者と為替売買動向

市場参加者	売買	特徴
投機筋	売買双方	短期的に売買を繰り返す 買い放し、売り放しはしない
輸出企業	ドル売り円買い	ドル売り放し
輸入企業	ドル買い円売り	ドル買い放し
日本の投資家	ドル買い円売り	投資時にドルを買い、以降は相場を見ながら 為替リスク軽減のため、部分的なドル売りを行う
海外の投資家	ドル売り円買い	投資時にドルを売り、為替リスク軽減のために ドル買いも行う
日本銀行・ 海外の中央銀行	売買双方	急激な為替変動を抑えるために、一方的な ドル買いやドル売りを行う(最近では実施せず)

(出所) 著者作成

の増加で黒字化した旅行収支など、サービスの受け払い額が大きいため、分析は貿易・サービス収支で行うのが適切である。貿易・サービス収支は黒字基調だったが、10年代に入り赤字に転落、現在は少額の黒字が続く状況にある。すなわち、以前は輸出超によるドル売り円買いの圧力が強かったが、現在はその圧力が弱くなっている。

②の日本からの海外投資は2種類あり、一つが日本企業の海外子会社

などの出資(直接投資)、もう一つが日本の投資家らによる株式や債券への投資(証券投資)である。日本企業の海外事業拡大に対する意欲は旺盛で、直接投資額は高水準にある(なお、海外企業の日本子会社への投資は相対的に少額)。このため、常にドル買い円売り圧力がある。日本の投資家による株式や債券への投資は日米金利差や株価動向次第で増減し、証券投資額(対外証券投資額)は変動が大きい。関連して、海外子会社投資や株式・債券投資の果実として、海外から配当や利息が還元される。配当や利息は第1次所得収支に反映される。第1次所得収支は、毎年受け取り超が続いており、恒常的なドル売り円買い圧力になっている。

③の海外投資家の日本の株式や債券の投資は日本の株価などの動向で大きく変動するため、証券投資額(対内証券投資額)は変動が大きい。輸出や輸入、海外子会社などへの投資、受取配当・利息などは基本的にはドル買いやドル売りで完結する一方方向の取引だが、内外投資家の株式や債券の投資は将来回収するも

【図表2】国際収支統計の概要

国際収支項目	概要
経常収支	貿易・サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支の合計
貿易・サービス収支	輸出-輸入+サービス収支
輸出企業	輸出-輸入
サービス収支	輸送サービス、旅行、各種サービスの料金受取額-支払額
第一次所得収支	海外子会社等からの配当金や利子、証券投資の配当金や利子等 海外からの受取-日本からの支払いで計算
第二次所得収支	無償資金協力(経費に充当)、国際機関分担金、労働者送金等
資本移転等収支	債務免除、無償資金協力(資本形成に充当)等
金融収支	直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資、外貨準備の合計
直接投資	海外子会社等への投資(出資、親子ローン、収益再投資等) 日本から海外への投資-海外から日本への投資で計算
証券投資	株式や債券等への投資 日本から海外への投資-海外から日本への投資で計算
金融派生商品	オプション、新株予約権、先物取引、スワップ等の売買差損益等
その他投資	国際機関出資、円借款等
外貨準備	通貨当局が保有し、為替介入等に使用する外貨・金等
誤差脱漏	金融収支-(経常収支+資本移転収支)

(出所) 日本銀行「国際収支項目別の計上方法の概要」より著者作成

のなので、反対サイドの為替予約を締結することがある。為替予約を締結する際に検討されるのがそのコストである。ドル金利が円金利よりも高い状況が続いている関係から、先物為替予約のレートは直物相場よりもドル安円高になっている。日本の投資家がドルの債券や株式に投資した際は、為替リスク軽減のためにドル売り円買いの為替予約を入れるが、為替予約レートは直物相場よりドル安円高になる。コストが掛かる状態にある。一方で、米国の投資家が円の債券や株式に投資をした場合は、為替リスク軽減のためにドル買い円売りの予約を入れるが、為替予約レートは直物相場よりドル安円高になるため、コストはかからず差益が出る。米国の投資家が円の債券に投資する際には、利回りをドルの債券の水準まで引き上げることを目指すため、為替予約などで差益を得ることが前提となる。米国の投資家が日本の株式に投資する場合も差益を確定させるため、一定程度為替予約などを締結しているもようである。海外

投資家の株式投資は13年に増加しているが、当時の為替相場がドル高円安基調だったこともあり（放置すると為替差損が出るため）、為替差益の確定を狙って為替予約などを相当行っていた。米国の投資家が為替予約などを行うとドル買い円売りが発生し、投資の際のドル売り円買いと見合うため、為替市場での影響は相

殺される。一方、日本の投資家がドルの債券や株式に投資する場合は、予約のコストがかかる。特に債券に投資した場合には、予約のコストでドルの債券の利回りが円の債券並みに低下するため、投資の意義が薄れてしまう。このため、為替予約は相場を見ながら部分的に行

つていくという行動になりやすい。為替予約は部分的なので、投資の際のドル買い円売りの方が多くなる。図表4のグラフは図表3の（海外投資家の債券投資と13年以降の海外投資家の株式投資を除いた）国際収支各項目の合計と為替相場の足元10

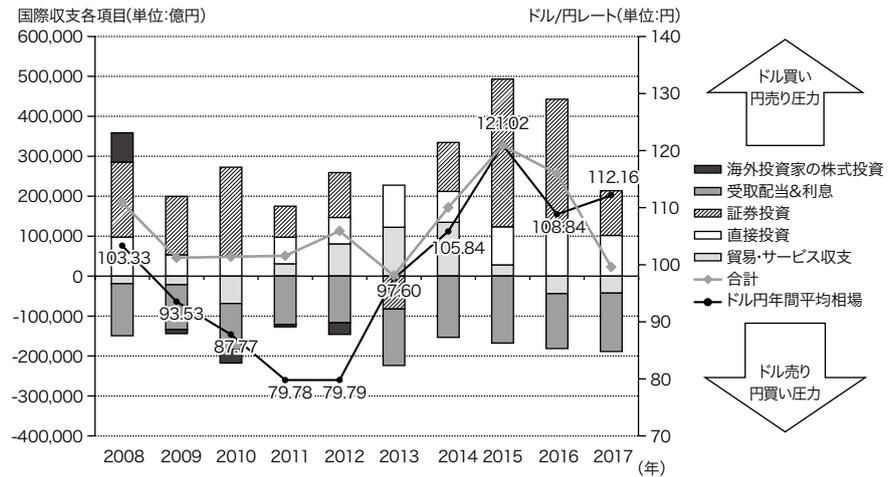
年の推移を比較したものである。13年以降のドル円相場は国際収支項目の動向でおおよそ説明ができる。17年はドル高円安になったが、18年3月に104円台までのドル安円高になっており、国際収支各項目の動きに遅れて追隨したと見なすことがで

〈図表3〉中期的な為替相場に影響を与える国際収支項目

項目	国際収支項目	近年の傾向	行動パターン	影響度
輸出入・サービス	貿易・サービス収支	少額の黒字	ドル売り円買い	○
海外子会社等への出資	直接投資の中の株式資本	黒字 (増加傾向)	ドル買い円売り	◎
日本の投資家の証券投資	証券投資の中の対外証券投資	変動	ドル買い円売り (一部ヘッジ)	◎
海外からの配当金・利息	第一次所得収支	黒字 (増加傾向)	ドル売り円買い	◎
海外投資家の株式投資	証券投資の中の対内証券投資(株式・投資ファンド持ち分)	変動	ドル売り円買い (2013年以降はヘッジ付き)	○ 2013年以降は中立
分析対象外				
海外投資家の債券投資	証券投資の中の対内証券投資(債券)	変動	ドル売り円買い (ヘッジが前提)	中立
投機	証券投資項目内で相殺される	変動	ドル売り円買い ドル買い円売り双方	中立

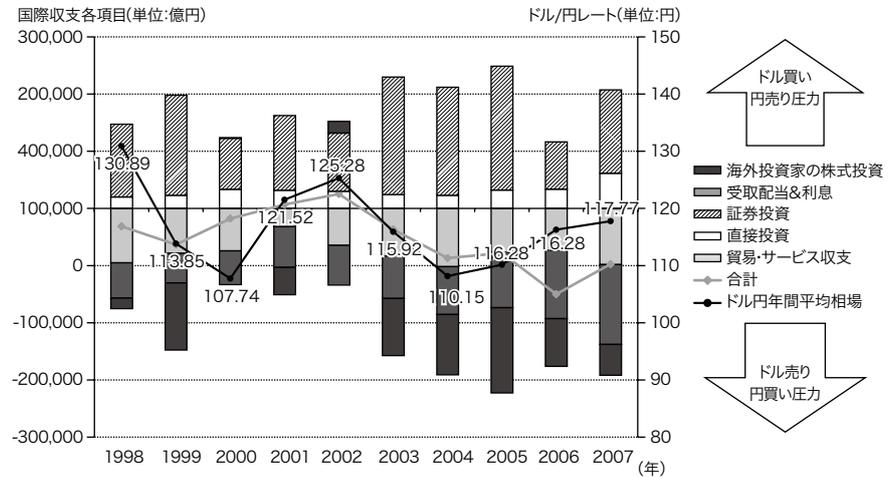
(出所) 著者作成

〈図表4〉国際収支項目とドル円相場の関係(2008年～17年)



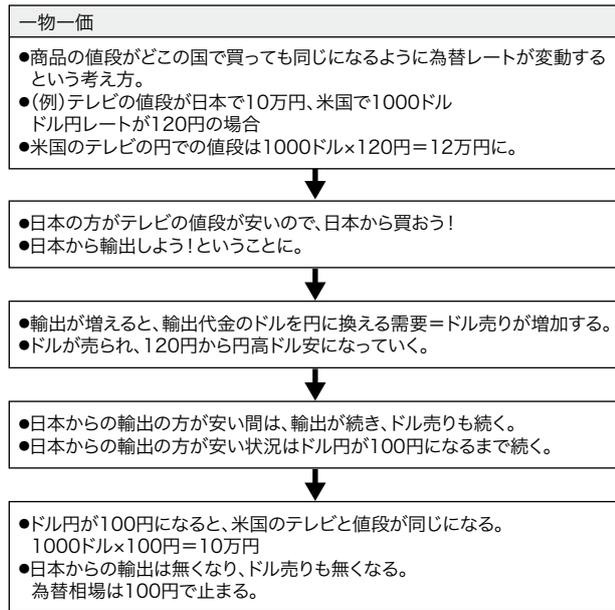
(出所) 財務省「国際収支の推移」、日銀「ドル/円年間平均レート」より著者作成

〈図表5〉国際収支項目とドル円相場の関係(1998年～2007年)



(出所) 財務省「国際収支の推移」、日銀「ドル/円年間平均レート」より著者作成

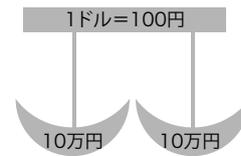
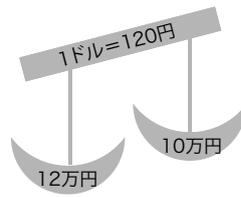
〈図表6〉購買力平価の考え方



(出所) 著作作成

購入してもモノの平均的な価格は同じになる。もし、ドル円相場が日米の購買力平価よりもドル高円安の場合には「日本の価格が米国よりも安い」ということになる。日本製品が割安になるため日本の輸出が増え、ドル売り圧力が発生しドル円レートが購買力平価に下がるまでドル売りが続くことになる。

図表7は日米購買力平価とドル円相場との関係を示している。日本の場合、自動車などの輸出商品の国際競争力は強い一方で、国内市場でのみ流通している商品の競争力はそれほどないことから、消費者物価と輸出物価には現在でも50円もの差がある。このため



図表4、5のグラフでは06〜12年

購買力平価と相場

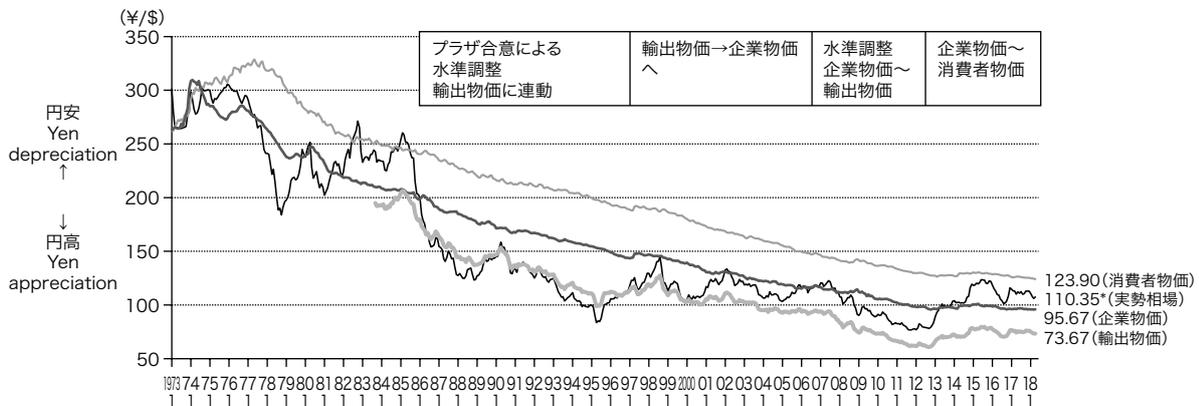
2007年のグラフだが、05年までは国際収支の各項目合計とドル円相場が比較的連動している。

のドル安円高基調が説明できていない。この部分は購買力平価(からの乖離)で説明できる。購買力平価とは、2カ国のモノの平均的な価格からあるべき為替レートを計算したものの。ドル円相場が日米の購買力平価に一致した場合には、どちらの国で

購入してもモノの平均的な価格は同じになる。もし、ドル円相場が日米の購買力平価よりもドル高円安の場合には「日本の価格が米国よりも安い」ということになる。日本製品が割安になるため日本の輸出が増え、ドル売り圧力が発生しドル円レートが購買力平価に下がるまでドル売りが続くことになる。

〈図表7〉ドル円購買力平価推移

ドル円購買力平価と実勢相場
purchasing power parity and market rate / U.S. Dollar against Japanese Yen 2018/5



— 実勢相場market rate
— 消費者物価PPP(1973年基準) PPP based on Consumer Price Index(standard for 1973)
— 企業物価PPP(1973年基準) PPP based on Corporate Goods Price Index(standard for 1973)
— 輸出物価PPP(1990年基準) PPP based on Export Price Index(standard for 1990)

*The latest data of market rate is from Jun 28th. 6月28日時点の実勢相場です。

(出所) 国際通貨研究所「主要通貨購買力平価(ドル円)」に著者コメントを加筆

ドル円相場が消費者物価などの購買力平価につられてドル高で推移すると、日本の輸出商品の競争力が強くなり過ぎ、貿易摩擦に発展した歴史がある。

ドル円相場は時代の日米の商品競争力（日米どちらが優位か）を反映し、三つの購買力平価で作られるバンド上限のいずれかに跳ね返されるというプロセスを繰り返してきた。

【1985～95年】日本優位↓消費者物価から輸出物価に水準調整

消費者物価近辺にいたドル円相場は、85年9月のプラザ合意でドル安円高に水準調整がなされて以来、95年に当時の円最高値を付けるまで輸出物価に沿う形で推移。

【96～2005年】米国優位↓輸出物価と企業物価のバンドで推移

長引く円高で日本の競争力が低下する一方で、1995～99年の間にニューヨークダウが3831ドルから1万1497ドルに上昇するなど、米国優位に。ドル円相場は96年以降ドル高円安となり、輸出物価と企業物価のバンド内で推移しつつ、企業物価に近づく。

【2006～12年】日本優位↓企業物価超えから輸出物価と企業物価

のバンド内に水準調整

ドル円相場が07年に企業物価を上回る一方、米国の経常赤字は06年に過去最大規模に。ドル安円高に水準調整され、輸出物価と企業物価のバンドの中に戻された。前述の国際収支項目で説明できなかった06～12年はこの水準調整が起きたせいと考えられる。

なお、10～11年の日銀の介入はドル円相場が輸出物価に近付いていく急激な円高の中で行われた。

【13年～現在】米国優位↓企業物価と消費者物価のバンドに移行

日本の貿易収支が11年に赤字転落。日本の優位性が問題視されることはなくなり、輸出物価と企業物価のバンドから、企業物価と消費者物価のバンド内で推移。

15年に消費者物価に近付いたが跳ね返され、現在は企業物価と消費者物価のバンド内で推移。

こうしてバンド上限で跳ね返されてきた理由は①日本の競争力が強くなり貿易不均衡が発生②米国からの政治的な圧力が加わり③競争優位を打ち消す水準までドル円相場の調整圧力がかかるためと考えられる。

現在のドル円相場は購買力平価の

バンド内にあり水準調整圧力はないため、国際収支項目で説明が可能。

国際収支はここ数年、ドル買い円売りに要因の海外子会社への出資は増加、日本の投資家の証券投資も増加、ドル売り円買い要因の貿易・サービス収支の黒字は少額で推移、海外からの受取配当・利息は増加する傾向にあった。

しかし、17年は日本の投資家の証券投資が大きく減少、これが18年初頭のドル安円高につながったと考えられる。今後の方向性としては、おおよそ海外子会社への出資増加と海外からの受取配当・利息の増加が見合い、貿易・サービス収支は微増と見込まれるため、結局17年に減少した日本の投資家の海外証券投資が復活するかどうか次第と言える。トランプ政権の貿易不均衡解消を求める圧力なども注視する必要はあるが、購買力平価のバンド内にあること、米国の優位性も維持されていることから、従来のような水準調整は起きる可能性は低いと思われる。やはり、日本の投資家の証券投資動向が中期的なドル円相場の鍵を握ると言えよう。