

為替レートの調整

今後、日本円は上昇するか？

アレッサンドロ・ザネッロ

IMF 太平洋局

2007年9月13日



東京の為替デスク：分散投資の動きを背景に日本の投資家による外貨資産の需要が増大（写真：ノギ カズヒロ/AFP）

- 円安により、現在の円相場はファンダメンタルズとは無関係であるという見解が裏付けられている。
- 現在、円は複数の通貨に対して軟調で、これは1980年代終盤と同じ状況である。
- 長期的に見ると、円相場は実質ベースで上昇していくと予想される。

IMFのエコノミストの調査により、円は長期的ファンダメンタルズからみて割安であることが明らかになった。もっとも、投資家心理が急変しない限り、貿易以外の要因によって円の調整が遅れる可能性は高い。

円安により、現在の円相場はその長期的価値を決定する経済ファンダメンタルズとは無関係であるという見方が強まった。実際、円相場はこの20年間にわたって、ほぼ下落基調にあった。2006年には対米ドルで5.5%下落し、実質実効レートは9.25%下落している。

2007年7月終盤には、世界的な金融市場の混乱により、資本流出の巻き戻しが起こって円高となり、円相場の下落基調に歯止めがかかった。最近のこうした相場調整にもかかわらず、さらには近年、日本のファンダメンタルズが大幅に改善したにもかかわらず、円は複数の他国通貨に対して依然として軟調であり、1980年終盤と同じ様相を呈している。

IMFでは最近、多くの関係者の見解を参考にしながら、円の価値が推定される長期的価値を依然として大幅に下回っている理由を解明するための調査を行った。その結果、円相場は中長期的に上昇することが予想できるが、投資家心理が急変しない限りは貿易以外の要因によって調整が遅れる可能性があるとの結論に達した。

中期的なダイナミクス

こうした結論は、円の対ドル相場の「均衡」水準の計量経済学的推計値（通常は生産性格差、人口統計、および対外純資産のストックといった経常収支の長期決定要因と関係がある）と中期的なダイナミクスに基づいており、こうしたダイナミクスが資本の流れに大きく左右されることになる。

従って IMF の調査でその役割が明らかになった複数の要因には、財とサービスのクロスボーダー取引に主眼を置いた従来の為替レート測定モデルでは漠然と捉えられるに過ぎなかった

ものが多い。日本の場合、資本の流れと比較すると、貿易の流れは小さく見えてしまう。世界の外国為替市場における円の1日当たり平均取引額（約3,600億ドル相当）は、財とサービスの年間貿易収支（ドル換算）の約2倍に上る。

この分析が示唆するところによれば、多額の経常黒字にもかかわらず、円の対外価値がこのところ押し下げられてきた原因は構造的（すなわち長期的）な投資フローと投機的な投資フローの双方にある。バブル後のディフェンシブな金融スタンスの巻き戻しとポートフォリオのさらなる分散化を追求した結果、日本の投資家の外貨資産需要は増大している。

低いボラティリティー

円資産の名目利回りとボラティリティーの低さも資本流出を促した。これには、規模を測りかねるレバレッジドキャリー取引も含まれる。外国為替市場の奥深さと、比較的長いスタンスで投資する機関投資家や個人投資家の存在によって、センチメントが急変し、資本の流れが反転して秩序が乱れるリスクは軽減されているが、払拭には至っていない。

日本の経常黒字は徐々に縮小し、円相場は実質ベースで上昇すると予想される。国内政策が適切な形で成長の追求と物価安定に主眼を置く中、経常収支の最終的な調整を促すのはマクロ経済に関する現在および将来のポリシーミックスの変更ではなく、労働生産性の伸びの加速と資本収益率の伸びを促す広範囲の構造改革であろう。

この記事はIMFサーベイ誌（www.imf.org/imfsurvey で閲覧可能）の記事を翻訳したものです。