



I-OWA マンスリー・セミナー講演より
外国為替相場の真実
～相対的購買力平価と実質相場指数で見抜く
為替相場の割高・割安～

講演： 龍谷大学、経済学部教授
京都大学博士(経済学)竹中 正治氏
レポーター： 赤堀 薫里

竹中 正治氏プロフィール

1979年東京大学経済学部卒、同年東京銀行入行(現三菱UFJ銀行)、為替資金部次長、調査部次長、米国ワシントン駐在員事務所長、(財)国際通貨研究所チーフエコノミストなどを経て09年4月より現職。主たる寄稿先は、ダイヤモンド・オンライン、トムソン・ロイター社コラム、講談社現代ビジネス、日経ビジネスオンライン、週刊エコノミストなど多数、近年の主要著書は次の通り。

「ラーメン屋 vs. マクドナルド、エコノミストが読み解く日米の深層」新潮新書 2008年

「今こそ知りたい資産運用のセオリー」光文社 2008年

「これから10年外国為替はこう動く」(国際通貨研究所・竹中正治編)PHP研究所 2009年

「なぜ人は市場に踊らされるのか？」日本経済新聞出版社、2010年

「米国の対外不均衡の真実」晃洋書房、2012年

「稼ぐ経済学～黄金の波に乗る知の技法」光文社、2013年

2006年、私のワシントン駐在も四年目。ドル相場はじりじりとドル高になっていきました。2004～2005年ぐらいまでは1ドル104～105円ぐらいのレンジが主流でしたが、相場は115円が120円とドル高円安になりました。当時投資信託で流行っていたものは、グローバルソブリン。2005、2006年は、グロソブという愛称で毎月配分型を、銀行や証券会社のカウンターで、数兆円売ってしまった時代でした。

一方FXトレーディングは、高金利通貨を買って、円を売るというスワップのспレッド。直物と先物のスワップのспレッドをスワップのポイントと呼んでいました。それがチャリン、チャリンと増えていく。そして円売り高金利通貨買いがブームになりました。初回は「外貨投資」、「FXトレーディング」という本が出回った。当時相場は115円から120円になってきた。2006年10月ぐらいに、FX





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

トレーディングで口座を作り、自分の持っているドル建ての株や債券をヘッジするためにドル売りの持ち高を作りました。そして、社会に警告をしておこうと書いたのが、「外貨投資の秘訣～素人だから勝てる」でした。

この中で、「円は超低金利で、日本経済は長期低成長だから、長期円安は必然と述べました。当時外貨建てを売っている金融機関のセールスマンが口にしていたことは、根拠のない嘘八百。2006年8月現在の115円以上のドル円相場の水準は、ドル割高圏にある。ドル債投資をするレンジではない。2000年頃から続いている現在の高金利通貨ブームはいずれ終わり、ドルを含めた高金利通貨相場急落の局面が到来するだろう。現在の115円ドル割高レンジで投資をすれば、長期的にはあなたは負け越し投資家になってしまう確率がかなり高い。降水確率80%で傘を持たずに外出するのと同じですよ」と、かなりはっきり言っています。これは、非常にロジカルな判断に基づいたものです。



この本を出版後、2007年、2009年と、当時勤めていた国際通貨研究所でスタッフ何人かと一緒に外為関係の本を出しました。その中で私が語っていることは、以下のようなものでした。多くの人が金利差につられて低金利の円を売って、高金利の外貨を買っています。しかし、このような趨勢的な名目金利差は、二国間のインフレの格差を反映している。例えば、ドル金利が高いということは、ドルのインフレ率が高いわけです。高金利通貨＝高インフレ通貨なのです。長期的には金利格差の分だけ低金利通貨に対して価値が下落します。金利差というのは、高金利通貨に投資しても、長期的には高金利通貨の為替相場が下落するので相殺されてしまうので報われないということとを3つの本で述べています。

相対的購買力平価(PPP)について述べます。購買力平価(PPP)とは起点時の名目相場×(自国の物価指数÷外国の物価指数)、このような国際金融論のテキストに載っている基礎的な原理があります。例えばドルと円。交換レート(為替相場)は、日米の長期的なインフレ率の格差を反映して決まるという考え方です。このような考え方に基づいて計算された理論値を、相対的購買力平価と呼びます。相対的購買力平価が示す長期のトレンドから、実際に為替相場は乖離と回帰を繰り返す。離れていっても戻って来る。行き過ぎても戻ってくるということを繰り返している。

そもそも通貨の価値とは通貨の購買力です。1ドル、1円でいくらの商品が買えるか。為替レートは通貨の価値が等しいと思われるところで交換されるわけですから、インフレ率の高い通貨というモノは購買力の目減りが大きいということで、下落することは必然だということです。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

講演では、相対的購買力平価の解説や起点依存という問題をクリアにした実質相場指数についての説明、長期の経済成長率が為替相場に及ぼす影響は、ほとんど関係性がないこと。国際金融論の3つの原理である、購買力平価原理、金利平価原理、実質金利均等化と3つの事実の説明。

最後に最近の新型コロナによるパンデミックリセッションの局面をどう理解するかについて、2004年以降のドル対円相場と日本の株価の相関関係の背景も踏まえ、わかりやすく解説くださり、それに基づき見通しをお話いただきました。

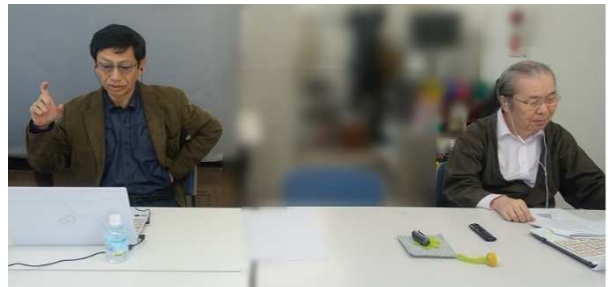


I-OWA マンスリー・セミナー座談会より 竹中 正治氏とのフリーディスカッション

岡本 | 購買力平価と合わせて、資金の流出入のフローで見た為替への影響がありますよね。ある意味、バリュート分析か、その時々々の収益の分析かというところと似ている部分があるのかなと思います。

資金フローで見ても、輸出入の関係に加えて輸出入以外の基準がたくさんあるわけですが、その辺の影響度は、短期的にみると非常に強いものがあるという認識でいいのですか。要するにベースとして購買力平価のようなバリュート的なものがあるって、そのバリュートの上下で、また、その時々々の需給関係で上にも下にも為替レートは大きく揺れることがある。

竹中 | キャッシュフローの需給は、当然、為替相場の需給の一つの要因として働いてきています。また、それと同時に現在の為替市場だけでなく株でも同じだと思いますが、先物売買の影響が非常に大きい。むしろ先物売買の方が大きいくらいというときもあるじゃないですか。先物は、決済はしていな



いので当然資金が移動していない。そういう意味で現物のキャッシュフローだけでは、とても実際の為替相場を現わすことはできません。

先物までの売買と残高を見ないとわからない。しかし、「それを全部知っている市場プレイヤーがいますか？」というとき当然いないわけです。日銀でさえわからない。ただ、私は東京銀行という外為専門銀行にいたので、80～90年代前半は割とお客さんの大きなフローが見えた。お客さんの先物予約の残高が、ドル売りもドル買いも両サイド積み上がっているわけです。

私が一つ参考にしていたのは、それを業界ごとにネットアウトする。例えば、プラザ合意の時期だと、輸出企業は当然ドル売りしなくてはならない。彼らのボリュームから見ると十分なドル売りの残高が積み上がっている。あるいは生損保の平値が、過去1年どれくらい積み上がったのか、その辺のストック分析をします。ドルが下がり、輸出企業も生損保もヘッジしきれなくて苦しそうにしている、というような残高が見えてくると、まだ下がるな。逆にまた、相当彼らのヘッジが進んで、かつてないヘッジ残高が積み上がってくると、それ以上売る余力がなくなり、今度はドルが上がってくる。というような需給分析は、90年代前半までけっこう得意で、自分の短期的・中期的なディーリングに利用できました。それが使えなくなったのが、90年代の中頃です。ヘッジファンドがものすごいロットで売買するようになりまし



長期投資仲間通信「インベストライフ」

た。直接自分のお客ではないため、彼らの残高がわからず、このやり方は使えなくなりました。

岩城 | 問題の多い外貨建保険ですが、セールスの場では確実に知識不足で、『国力の強い通貨は上がるんだよ！』と言っていると思いますが、生命保険会社というのは、どうなのでしょう。確信犯で外貨建保険を作っているのか。つまり、売るモノがないから作っているのか。それとも本気で高金利通貨が得だと思って作っているのか、竹中先生はどちらだと思われますか。

竹中 | それは生命保険の人に聞くしかないですね(笑)。私も金融機関の商品を提供している裏方にいた者ですからわかりますが、生命保険に限らず現場のセールスをフロントでやっている人と、本部で商品を企画供給している人の知識のギャップは相当大きいと思います。本部の人たちはわかっています。でもフロントにいる人たちは圧倒的にわかっていない人が多い。だいたいそんな感じだろうと思います

岡本 | 確かに、本音で儲かるか損するかわからなくても、確実にわかっていることは、これを売れば儲かるということでしょうから、そういう意味では確信犯といえば確信犯ですね。

大江 | 為替以外の話の質問です。ここのところコロナショックの影響でいろいろな支援策が出てきています。108兆円といっても、真水の部分でいえばそのうち2割もないのではないかという話もあります。ただ、今のような時期は私個人的には、財政の規律とかを考えるよりも、むしろ積極的に財政をドーンと出していきべきじゃないかなと、MMT ほどではないですけど個人的にはそう思っています。少なくとも、もう少し大胆な財政政策をとってもいいのではないかと思っていますが、その辺についてはどうお考えですか。

竹中 | まず一つ。マクロの金融政策は、はっきり言って、効果は尽きていますよね。それはエコノミストのほぼコンセンサスだと思います。日銀の黒田総裁が自分で言うわけにはいかないから言えない。ただ、同じゼロ金利状態でも、流動性の問題があるわけです。資金繰りショートをしてしまえば倒産が続発してしまいます。その辺の資金繰り支援。これはミクロの金融政策を政府も今やっています。政策金融公庫が中小企業向けにバンバン出している。信用保証協会がどんどん信用を出している。民間の銀行からもゼロ金利に近い水準で出すようにいろいろやっています。

それなりに倒産しなくても済むところを救うために一定の有効性がある。それでも決定的に足りない。消費活動ができなくなってしまうので、そこのところを財政で埋めないと経済はどんどん縮小していくばかり。財政で支えなくてはいけない。それも思い切った金額で出さなくてはいけないのは、日本も米国も中国も仕方ないのではないのかなと僕は思っています。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ただ、その後どうするのかという問題が残っています。持続可能な形に財政、福祉なり財政の構造を作り直していくということは、コロナショックが終わった後、主要国が直面しなければならない問題です。それに関してはこれをすれば良いという簡単なことは言えない。難しいところだと思います。需給ギャップは圧倒的に需要過小・供給超過なので、財政を出勤させていかななくてはならない。

悩ましい問題は、感染爆発がある程度収束するまでは、財政の資金を『はい1人10万円』ともらっても、それで消費がそんなに回らないという感じです。

私の大学でもオンラインで5月から本格的に授業を始めなくてはいけないのですが、パソコンを持っていない学生がいます。10万円あればパソコンを買える。今後、ZOOMなどが増えるでしょうからパソコンは必要です。

パソコンが今、供給ボトルネックになっているみたいです。そういう意味ではなんらかの形で財政の資金を出して、パンデミックがおさまるまであんまりひどく落ち込ませないようにしながら経済のかじ取りをするのはしょうがないのかと思います。



岡本 | 個人投資家が退職に向けて30年、40年と資産形成をしていくときに、いわゆる外貨を独立した資産クラスとしてどう考えるべきか。あるいは債券や株式に付随したものと外貨を考えるか。ヘッジあり、なしという話かもしれませんが、その辺どうお考えですか。私は長期運用の一番ベースになる基準は購買力を維持していくことだと思っています。そういう意味では、購買力を維持するための安全資産は、国内の債券のみでいいと思っています。確かにゼロ金利ですが、インフレ率もほとんどゼロなので、それで購買力は維持されています。そして、リスク資産の方は、グローバルな株式をヘッジなしで為替リスクを取ればよいという単純な区分けで考えています。その辺はいかがでしょうか。

竹中 | それで良いと思います。先ほどは自分のドル資産をある程度為替でヘッジしていたと申しましたが、それは僕自身30年間、銀行生活の中で15年間くらい実務として外国為替のディーリングに携わってきたので、その辺のこだわりでやっているようなものです。

長期分散で世界の株式、あるいは米国の株式を持っていれば、為替相場の変動で落ちる部分はあくまでも金利差なので、株式の本来持っているリスクプレミアムはしっかり残っています。そのリスクプレミアムも、特に今回のように大きく下がった時も、長期的に割と多めに取ることができますから、為替に関してはリスクヘッジと考えずに長期であれば分散投資ですね。外貨のまま持っていてもいいのではないかと。一番シンプルだし。

ただ、日本の資産と世界の資産をどれくらいの比率で持つかということです。普通の人は、放っておくとホームバイアスで、よくわかったものをたくさん持ちすぎてしまうというバイアス



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

がある。その辺は意識的に調整する。せっかく手数料の低いインデックスでグローバルな株式投資がたくさん出てきていますから、そういうモノは意識的に多めに持つようにすることが必要なのかなと思います。

岡本 | そうですね、ホーム・カンントリー・バイアスは大きな問題だと思います。FXに血道を上げるのであればむしろグローバルな株式投資をどのようにするかを考えるべきだと思いますね。今日はありがとうございました。