

## 中長期的なスパンで見る 為替相場の変動要因とは？

「この数年間は内外金利差が大きな影響を及ぼしてきたが…」

### 為替相場に最も影響を及ぼす要素は何か？

私はいささか心配である。

というのは、多くの金融機関在籍の職員の方々と接していて、為替相場の決定要因について話しているときの、彼ら、彼女らの反応についてだ。

なぜか。多くの方は、数多くある為替相場の変動要因の

うち、「金利差」が最も影響力が強いと信じて疑わぬのである。これは過去数年間の為替相場と日米の金利差の推移を見てみればよく分かる(図表1参照)。日米の金利差が拡大していく過程で、米ドルの対円相場はほぼ一貫して上昇してきた。これ(だけ)を見ていれば、確かに「金利差が為替を動かす」となるであろう。

しかし、実をいえば、為替相場の基調的な動きを見るに際しては、こうした金利差というファクターはさほど大きな要因ではないのだ。

もう少し長いタイムスパンで見ればよく分かると思う。

図表2をご覧ください。

2004年ごろから今日に至るまでの期間だけを取り出してみると、確かに「内外金利差拡大」↓「米ドルの対円相場上昇」である。しかし、この関係は、それ以前にはほとんど働いていないことが分かるであろう。

### 株価と為替相場の関係も中長期で見ると…

実は、多くの教科書もこの手のテーマについては触れているのだ。思い切って単純化すると、「(為替相場は)短期的には、双方の国の金利差、ならびに株式市況の足取りの差によって左右されることが

多い」「それは往々にして投機的な資金の流れによる」という。そして、「もう少し中長期的に見れば、双方の国の景気のピッチ、あるいは貿易収支の状態、さらには双方の国のインフレ率の格差によって影響されることが多い」という。しかし残念なことに、

多くの教科書にはそれを証するだけのデータが提供されないことがほとんどだ。

であれば、本稿でその証左をお見せすることはそれなりに有効であろう。

図表2では、米国の景気の強弱感がGDPの実質伸び率として示されているが、この(階段状の)折れ線と円ドル

相場をたどっていくと、それなりの関係が見い出せる。もちろん、米国の景気が急拡大したときには米ドル高、逆の場合は米ドル安である。

では、株価の動きと為替相場の関係はどうか。これを長期で示したのが図表3だ。とても「株価が順調に伸びている通貨が強い」とはいえない。こうしてみると、我々の短期的かつ局所的な視点からの印象(株式相場の強弱感)は相対的に為替相場に影響しているはず、という思いは、少なくとも中長期的には、あまり現実妥当性を持たない。

最後に、日米インフレ率の差が円ドル相場にどのように影響しているかを見てみよう。

図表4の「日米インフレ率較差」と円ドル相場を見てほしい。1990年代の初めを除けば、相当きれいな相関を示していることがお分かりいただけるはずだ。

### 各通貨の強さは購買力の強さに比例!?

これは一般に「購買力平価」という考え方で説明され

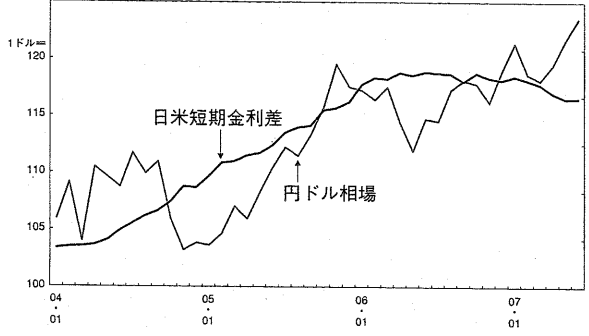
る。「経済のあり様が基本的には自由である限り、モノ一般は、どこの国で購入しようと同じ価格でいいはずだ」という考え方である。「それぞ

れの通貨の強さは、各通貨の購買力の強さに比例する」と言い換えることもできる。

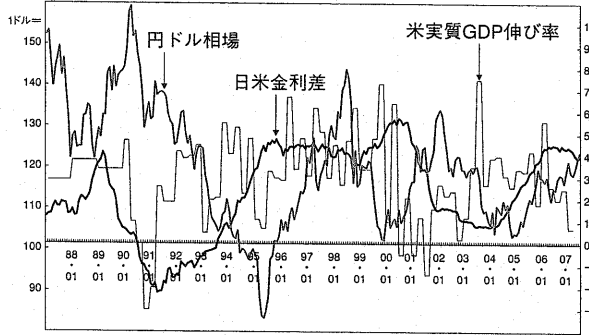
有名なのが「ビッグマック購買力平価説」だ。同じ大きさ

さて、今回は、「為替相場の変動要因」について学習したとともに、経済メカニズムについても、短期的かつ一時的に強く働くメカニズムと、中長期的にポディプローのように効き続けるメカニズムがあるということに、改めて気づいていただければ幸いである。(8月6日)

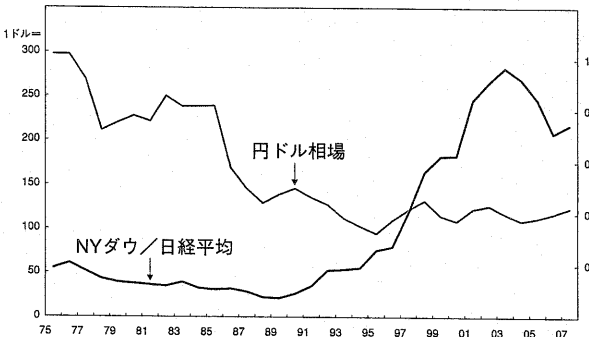
図表1 日米短期金利差と円ドル相場



図表2 日米金利差と円ドル相場 (中長期)



図表3 日米株式レシオと円ドル相場



図表4 日米インフレ率較差と円ドル相場

