

## “円安” についての考察

### 【ポイント】

1. 日本経済は戦後最長の景気回復局面を迎えているにもかかわらず、実質実効為替レートは約 20 年振りの円安水準にある。
2. リスク・テイク志向を高めた本邦投資家が、内外金利差を得るために海外資産への投資を増やしていることが背景にある。(=円キャリー・トレード)
3. 個人投資の台頭や、外国為替市場におけるボラティリティの低下も、円キャリー・トレードの活発化を助長している。
4. 今のところ、円キャリー・トレードが『本格的に』巻き戻されるきっかけはまだ見当たらない。

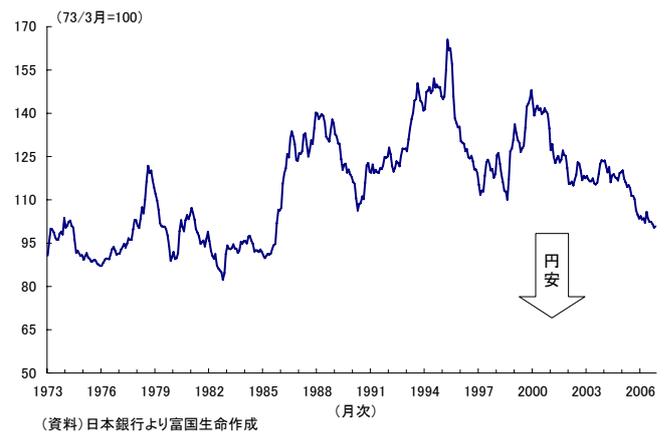
“円安”が進行している。日本経済は、昭和 40 年代の『いざなぎ景気』を越す持続的な景気回復局面を迎えているにもかかわらず、である。市場の実勢の為替レートからは、今一つ実感できないが、日本銀行が公表する実質実効為替レート<sup>1</sup> (図表 1) では、約 20 年振りの“円安”水準となっている。通常、景気回復が見込める場合は、「外国人投資家等が日本株等への投資を活発化させることにより円高となる」とされるが、昨今の“円安”は、このロジックには当てはまらないようである。

この従来のロジックでは説明できない“円安”をもたらした要因として考えられるのは、①内外金利差の拡大を受けた、“円キャリー・トレード”<sup>2</sup>の活発化、②個人投資家という新たな市場参加者の台頭、③外国為替市場におけるボラティリティの低下、等である。

### 1. “円キャリー・トレード”の活発化

日本銀行が 2006 年 7 月にゼロ金利政策を解除した後も、依然として金利は低水準に

図表 1. 実質実効為替レート



<sup>1</sup> 為替レート面での対外競争力を、単一の指標で総合的に捉えようとするもので、円と主要な他通貨間のそれぞれの為替レートを、当該相手国・地域間の物価指数に対する日本の物価指数との比を乗じて実質化し、さらに貿易ウェイトで加重平均した上で、基準時点を 100 として指数化したもの。

<sup>2</sup> 一般的には、低金利通貨である円を借り入れ、高金利通貨に投資すること、と定義されるが、ここでは広義に捉え、日本投資家による海外資産への投資、本邦輸入企業による長期為替予約、投機筋による円売り(外貨買い)、東欧やアジアで人気があると言われている円建ローン等を含めたものとして使用している。

止まっている。一方で、米欧を始め海外では、ここ数年政策金利の断続的な引上げが行われてきたため、内外金利差は拡大傾向を辿った。

日本経済の回復を受け、本邦投資家のリスク・テイク能力も高まりを見せ、為替リスクを取りつつ大きくなった内外金利差を享受するために、海外資産への投資を活発化するようになってきた（図表2）。

## 2. 個人投資家の台頭

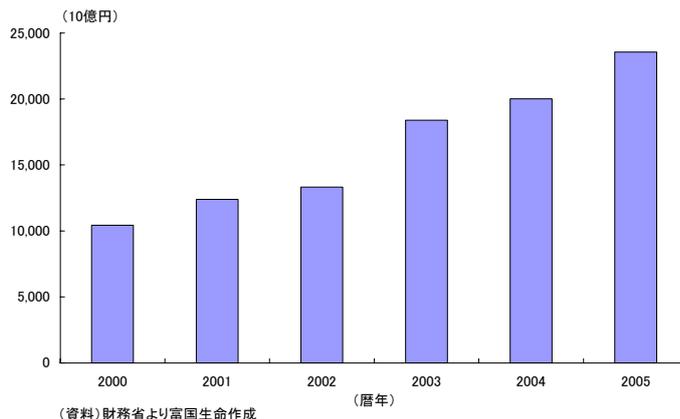
長らく続いた低金利を受け、近年家計において「貯蓄から投資へ」の流れが加速している。総務省の家計調査によると、貯蓄に占める有価証券の割合はそれまで10%程度で推移していたものが、直近の調査によると13%超まで上昇している（図表3）。

この個人のリスク・テイク志向の高まりを受け、海外資産を投資対象とする投資信託の残高も増加基調を辿っており（図表4）、これが安定的な円売り圧力として作用していると見られる。

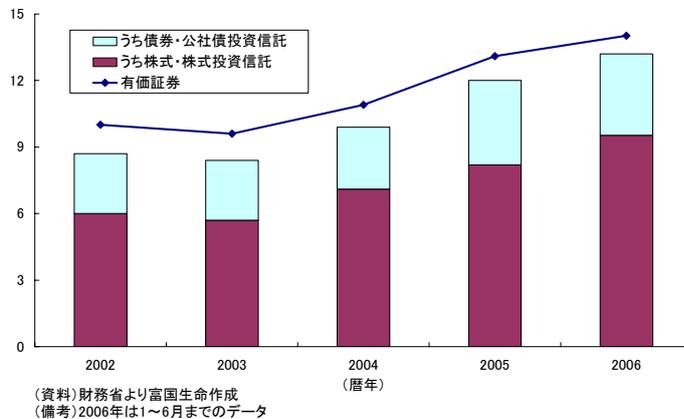
また、近年その取引高が急拡大している外国為替証拠金取引も挙げられる。外国為替証拠金取引は、一般的に“外貨買い円売り”を行うことで内外金利差を取りに行くトレードが主流である。一説には外国為替証拠金取引による取引高は、東京外国為替市場の20%程度を占めるまでになっていると言われており、その取引規模も最早無視できない存在となっている。

投資信託の銀行・郵便局での窓口販売やIT技術の進歩等を受け、これらの投資手段はより身近なものとなってきている。また団塊世代の退職を2007年以降に控えていること、家計におけるリスク資産のウェイトは依然として低水準であること等から、「貯蓄から投資」への動きは今後も更に進行していくであろう。

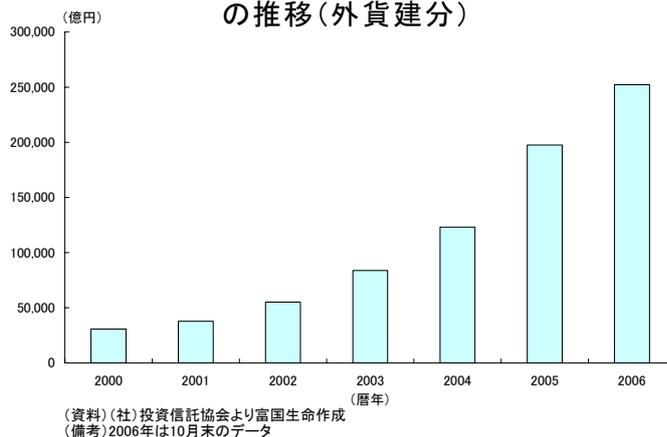
図表2. 対外証券投資の対前年比増減額



図表3. 家計の貯蓄に占める有価証券の割合



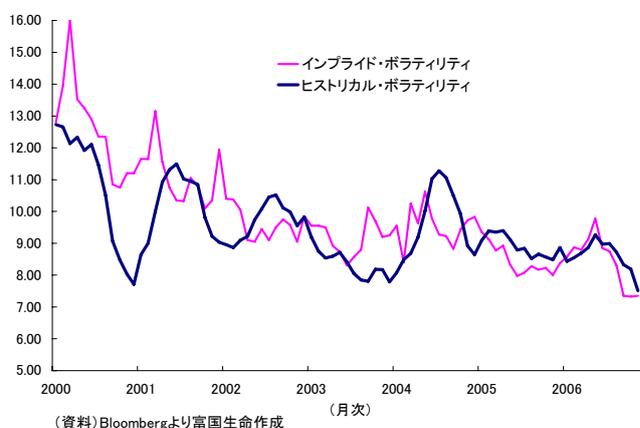
図表4. 証券投資信託の純資産残高の推移(外貨建分)



### 3. 外国為替市場におけるボラティリティの低下

図表5はボラティリティ<sup>3</sup>の推移であるが、ここ数年低下傾向が見て取れる。ボラティリティが低いということは、海外資産へ投資した場合の為替変動リスクが過去と比べて少ないことを意味するため、ますます利回りの高い海外資産が選好されやすいこととなろう。また投機的なトレードを行う投資家にとっても、ボラティリティが低ければ内外金利差を享受できる可能性が高まることから、投機的な円売りの動きも助長することとなる。このようにボラティリティが低水準であることも、“円安”が進行した要因の一つであると言える。

図表5. ボラティリティの推移(USD/JPY;6ヵ月物)



### 4. おわりに

円キャリー・トレードが『本格的に』巻き戻されることとなれば、約20年振りの“円安”も大幅な修正が入ることが予想される。ではそのきっかけとなり得るのは何であろうか？

一つには、「(日米短期金利差が3.5%を割る等)内外金利差が縮小すること」が挙げられよう。例えば、日本の金利が(継続的に)上昇し、為替リスクを負ってまで海外資産へ投資をするインセンティブがなくなる程度にまで、国内資産の利回りが上がる(若しくは、それが見込まれる)状況になれば、これまで海外資産に振り向けていた資金を国内に回帰する動きが強まることが想定される。二つには、景気悪化等により(個人投資家も含む)本邦投資家のリスク許容度が低下すれば、これまでとは逆に為替リスクを回避する動きが強まることが想定される。さらに、内外金利差のメリットを打ち消してしまう程にボラティリティが上昇することも、特に投機的なトレードを行う投資家にとっては“円キャリー・トレード”を巻き戻すきっかけとなり得るであろう。

今後、わが国は人口減少社会を迎えることとなるため、長期的な「成長ポテンシャル」という点で、諸外国に比べ見劣りすることは否めないであろう。また絶対水準の低い金利環境が是正されるには、まだ時間がかかると思われ、家計におけるリスク資産ウェイトの更なる上昇等、国内資金の海外流出は継続すると思われる。日本経済は『いざなぎ景気』超えを達成し、企業業績も堅調であることから、本邦投資家のリスク許容度が急激に低下することも考えづらい。以上を鑑みると、今のところ円キャリー・トレードが『本格的に』巻き戻されるきっかけは“まだ”見当たらない。

(資金債券部 小野寺 勇介)

<sup>3</sup> 為替レートの変動率を表す。ヒストリカル・ボラティリティとは、過去の為替レートの変動の実績を表し、インプライド・ボラティリティとは、オプション料から計算される値で、市場が今後どの程度の為替変動を見込んでいるかを表すとされる。