



2016年4月20日

円相場を巡る日米当局の不協和音とヒステリシス

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

円相場を巡り日米当局の不協和音が目立ってきている。報道によれば、年初から対ドルで約12円も円高が進んだことについて、麻生財務相は14日開催の日米財務相会談で「一方向に偏った動きに強い懸念を有する」と述べたが、一方のルー財務長官は翌日の会見で「円高が進んでいるが、市場の動きは秩序的だ」と言明したという。因みに、14・15日に開催されたG20財務相・中銀総裁会議声明に於ける為替についての言及は、2月のそれから不変。逆説めくが、仮に報道通りの議論の応酬がなされているのであれば、そのこと自体が、本邦当局が本気で円売り介入の可能性を探っていることの証左と言えるだろう。筆者は、円相場が想定外に「偏った」増価圧力を受ける事態を説明するキーワードは、「ヒステリシス」と「逃避通貨」だと考えている。

<「ヒステリシス（履歴現象）」による円高>

相場には「ヒステリシス（履歴現象）」がある。「ヒステリシス」とはそもそも物理用語で、ある物体に一定以上の負荷がかかった場合、その負荷が消滅した後もなおその履歴が物体の形状変化として残ってしまう状態を指す。転じて、経済用語としても用いられており、供給サイドの要因が経済の長期的な水準を決めるという古典派的な考え方に対し、短期的な需要サイドの変動による影響が長期的にも尾を引き、自然失業率などの構造的な均衡水準自体を変化させてしまうケースなどに使われる。

今年初以降の円高進行の本質的な背景は米利上げペースの慎重化と本邦経常収支のV字改善にある。しかし、わずか2ヵ月で12円もの価格変動はこの2つの要因だけでは生じ得ない。目下の円高の背景には、グローバル金融市場のリスクオフが鎮静化した後も、直ちに元の“形状”に戻ることが出来ないリスク回避の円買いによる「ヒステリシス」がある、と見ている。

<裏付けに乏しい「リスク回避の円買い」>

今年1、2月、円高進行はもっぱら「リスク回避の円買い」によるものと説明されてきた。「逃避通貨として買われた」という解説を前にすると、多くの市場参加者が釈然としないながらも経験則としてこれを事後的に受け入れ、更にはその流れに追随・便乗する。こうしたある意味不可思議な価格形成が繰り返されているのが、今回も含めた多くの円急騰劇なのである。

実はリスクオフで円が買われることの理論的裏付けは「世界最大の純債権国⇌資本輸

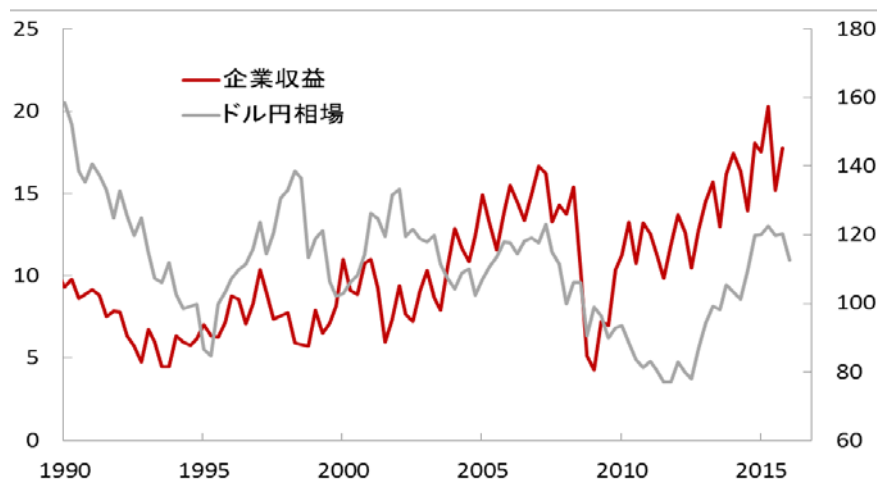
出国（危機的な市場環境では流動性選好が高まり資本の母国回帰が発生する）」という点を除くとやや乏しい。また、今回と同じく、歴史的には多くの場合、明確なドル売り要因を伴う「ドル安局面」に重なっている。更に、主として投機筋などが「円キャリートレードの巻き戻し（1998年、2008年）」「日本株投資のヘッジ外し（2016年）」といった自身の取引ニーズを喧伝しつつポジション調整を行ういわゆる“投機演出型”の感も強い。他方、行動経済学的な視点からすれば、市場の不安心理やボラティリティが極端に高まる局面では、追隨行動による価格形成を合理的とみなす群集心理が強く働く。「リスク回避の円買い」は、これら諸点が複合的に作用し、結果として円買いが進むいわば曖昧模糊とした裏付けに乏しい相場である場合が多い。

<円高定着は脱デフレに大きな逆風>

相場のアヤとでも言うしかないリスク回避の円買いが「ヒステリシス」として円高を定着させてしまうことの痛手は、今の日本経済にとって余りに大きい。円安でも輸出は伸びないとして一部に円高許容論があるが、非製造業の海外進出も増える中、少なくとも海外事業収益の円換算上、円高のデメリットはやはり甚大だ。これと表裏をなすのが海外留保利益の日本還流であり、円高差損回避の目的で日本企業がレパトリを継続・拡大していることが足元で円高を助長しているとの観測が一部にある。

内閣府が今年1月に実施した「企業行動に関するアンケート調査」で示された採算円レートは103.20円。現在の相場水準に照らして糊代はあと僅かだ。デフレ脱却のため後のない異次元政策を推進中の日本に「ヒステリシス」を甘受する余裕はない。その意味でも、大きな番狂わせである円高定着を回避する意向が強いことを、政府・政策当局が明確に示すことは、やはり重要に思われる。

<ドル円相場と企業収益>



(出所 財務省、Thomson Reuters)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。