

BASE Vol.15

マーケットの見方 新興国投資編(15)

2021/1/7

為替レートの変動に影響を与える要因

為替レートに影響を与える要因は様々ですが、主な要因としては①物価(二国間の物価の違い)、②国際収支(貿易収支、第一次所得収支、直接投資・証券投資)、③金融政策、④経済成長があげられます。

為替に影響を与える主な要因

為替レートは、異なる通貨の交換比率であるため、その価格決定に様々な要因が影響しますが、主な要因として以下の4つがあげられます。①物価(二国間の物価の違い)、②国際収支(貿易収支、第一次所得収支、直接投資・証券投資)、③金融政策、④経済成長です。以降それぞれについて、ご説明いたします。

①物価と為替レート

モノやサービスの価格は、通貨の購買力、つまりお金の価値を表しています。モノやサービスの取引が自由に行える市場を想定すると、そこでは同じ商品の価格は1つに決まり、これを「一物一価」の法則といいます。貿易障壁や流通コスト、金利差などがなく、自由に取引が行えて価格の情報も十分に与えられるのであれば、どこにおいても同じ商品は同じ価格で取引されるはずという考え方です。

例えば、大手外食チェーン店などが米国でハンバーガーを1ドルで販売し、全く同じハンバーガーを日本で100円で販売しているとします。この時、同じハンバーガーが買えるということは、1ドル=100円が妥当と考えることができます。この水準を絶対的購買力平価といいます(図表1)。

では、米国でハンバーガーが1.2ドルに値上がりし、日本では変わらなかった場合、為替レートはどうなるでしょうか。1.2ドルのハンバーガーが、日本の100円のハンバーガーと同じものとなりますので、1.2ドル=100円、つまり1ドル=83.3円となります。今まで1ドルだったハンバーガーを買うのに1.2ドル必要になったということは、ドルの購買力・価値が下がっていると考えることができます。また、為替レートは1ドル=100円から1ドル=83.3円へドル安(円高)となっており、物価上昇によってドルの価値が下落したことが分かります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

図表1:絶対的購買力平価



- ① 米国と日本で全く同じハンバーガーが販売されていたとします。
- ② 米国は1つ1ドル、日本は1つ100円でした。全く同じものが買えるということは**1ドル=100円**が成り立つと考えられます。この水準を購買力平価といいます。
- ③ その後、米国で値上げがあり、ハンバーガー1つが1.2ドルになったとします。その時の為替レートは1.2ドル=100円、つまり、**1ドル=83.3円**となります。
- ④ 今まで1ドルで買えていたものが1.2ドル必要となり、米ドルの購買力が低下したということになります。また為替レートも円高になっており、物価上昇でドルの価値が低下したことが分かります。

マーケットの見方 新興国投資編(15) <為替レートの変動に影響を与える要因>

また、過去に概ね自由に貿易が行われていた時の為替相場を基準に、その後のインフレ差を使って算出する為替相場の水準を相対的購買力平価といいます。物価上昇率が他国より相対的に高い国は、通貨の価値が下落してしまうため、為替レートが下落する傾向にあるという考え方は、

購買力平価は、全ての貿易等の取引が自由に行える市場を前提としており、厳密には成り立ちません。同様に相対的購買力平価も、全てのモノやサービスの価格が同じ割合で下落してしまうという前提のため、現実世界にそのまま当てはめることは難しいと言えます。しかし日米の消費者物価指数の変化率の差とドル円レートを見てみると、日本の物価上昇率の方が高くなると円安ドル高、逆に日本の物価上昇率の方が低くなると円高ドル安になる傾向が見られます(図表2)。したがって、中長期で見た場合、両国間の物価の違いは、為替レートに影響を与えられと考えられます。

図表2: 物価とドル円の動き

月次、期間: 1973年1月~2020年10月、ドル円は月中の平均値



出所: Bloombergのデータを用い、ピクテ投信投資顧問作成

②国際収支と為替レート

二国間の貿易や投資といった国際取引も為替市場に影響を与えます。それは、支払いや受け取りに際して為替取引を行うからです。海外との様々な取引の内訳と収支をまとめたものが、国際収支です(巻末)。国際収支の中で、特に為替に影響を与える項目として、貿易収支、第一次所得収支、直接投資・証券投資があげられます。

貿易収支は、輸出額から輸入額を引いたもので、プラスの場合は貿易黒字、マイナスの場合は貿易赤字となります。貿易黒字の場合は、稼いだ外貨を自国通貨に替えますので、自国通貨買いの要因となります。一方、貿易赤字の場合は、支払いのため自国通貨を外貨へ替えますので、自国通貨売りの要因となります。

第一次所得収支は、対外金融債権・債務から生じる利子・配当金の収支状況を示しています。第一次所得収支がプラスの場合、対外金融債務に対する支払いよりも、対外金融債権から受け取る利子・配当金の方が多いことを意味します。受け取った利子・配当金は、自国通貨に替える可能性があるため、自国通貨の買い要因となります。つまり、第一次所得収支がプラスの場合は、自国通貨の上昇要因となり、マイナスの場合は自国通貨の下落要因となります。

図表3: 経常収支の項目と為替の関係

貿易収支	赤字 黒字	自国通貨売り要因 自国通貨買い要因
第一次所得収支	赤字 黒字	自国通貨売り要因 自国通貨買い要因
直接投資・証券投資	赤字 黒字	自国通貨買い要因 自国通貨売り要因

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

マーケットの見方 新興国投資編(15) <為替レートの変動に影響を与える要因>

直接投資・証券投資は、自国企業の海外進出や海外企業の合併・買収(M&A)などを表しています。直接投資と証券投資が増加している場合、自国企業が海外進出を積極的に行ったり、海外企業の合併・買収を活発化させていることを意味しますので、海外への投資資金や海外企業の買収資金等の手当てのため、外貨購入を行う必要があります。したがって、直接投資・証券投資の増加は自国通貨売りの要因となり、直接投資・証券投資の減少は自国通貨の買い要因となります(図表3)。

③金融政策と為替レート

経済政策は主に、国・政府が実施する財政政策と各国中央銀行が行う金融政策に分けることができます(図表4)。この中で特に自国通貨に影響を与えるのが、金融政策です。

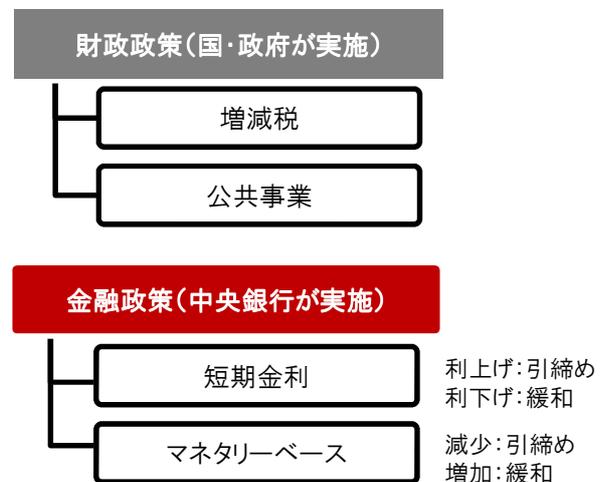
金融政策は景気のコントロールを目指し、主に政策金利やマネタリーベースの調整を通じて行います。また、金融政策は、景気に対してアクセル(金融緩和)としての役割だけでなく、ブレーキ(金融引き締め)としての役割も果たします。景気に対してアクセル的な政策として、政策金利の引き下げとマネタリーベースの増加があげられ、景気に対してブレーキ的な政策としては、政策金利の引き上げとマネタリーベースの減少があげられます。

政策金利を引き下げると、世の中の金利が低下し、個人消費や住宅購入、企業の設備投資などが増えることが期待され、景気に対してプラスに働きます。為替については、政策金利の引き下げによって自国の預金金利も低下するため、より高い金利を求めた資金が海外へ流出する可能性があり、自国通貨売りの要因となります。逆に政策金利を引き上げると反対のことが起き、景気にとってマイナスに働きますが、為替にとっては自国通貨買いの要因となります。日米短期金利の差とドル円レートの推移を見ると、日米の金利差が拡大するとドル高円安に、縮小するとドル安円高傾向になります(図表5)。

マネタリーベースを増やすということは、中央銀行が市中から国債を購入し、世の中に直接お金を供給することを意味します。このオペレーションによって、幅広い年限の金利の低下が期待され、景気にとってプラスになると考えられています。為替に対しては、金利低下とマネー供給量の増加によって、自国通貨売りの要因となります。逆にマネタリーベースの減少は、反対のことが起き、景気に対してマイナスに働き、為替については自国通貨高の要因と考えられます。

データは過去の実績であり、**将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。**

図表4: 主な経済政策とその影響



図表5: 日米の短期金利の差とドル円の推移

月次、期間: 1973年4月～2020年11月



※米国の政策金利はFFレートを使用し、日銀政策金利は、1973年4月～1995年9月までは公定歩合、1995年10月～2020年11月は無担保コール翌日物(月平均)を使用

出所: 日銀、Bloombergのデータを用い、ピクテ投信投資顧問作成

マーケットの見方 新興国投資編(15) <為替レートの変動に影響を与える要因>

例えば日本において、2013年4月に日銀が「量的・質的金融緩和」の導入を行って以降、急速にマネタリーベースが拡大しています。2013年4月に約155兆円だったマネタリーベースは、2020年11月時点において約606兆円と4倍近くまで拡大しています。その結果、ドル円レートも2013年4月の1ドル97.45円から、2015年には一時120円を超える円安となりました。足元では、104円台まで円高が進んでいますが、それは米国が再度利下げに転じたことや量的金融緩和策を強化しマネタリーベースを拡大したことが要因と考えられます(図表6)。

図表6: 日銀マネタリーベースとドル円の推移
年次、期間: 1996年7月～2020年11月



出所: Bloombergのデータを用い、ピクテ投信投資顧問作成

④ 経済成長率と為替レート

二国間の経済成長率の差も、長期的に為替に影響を与える要因であると考えられています。典型例は日本円と人民元です。人民元は政府にコントロールされており、上昇が抑えられていますが、それでも長期で見ると経済成長と共に上昇しています。また、日本においても1973年に為替相場が固定相場制から変動相場制へ移行して以降、経済成長率と為替の動きに一定の相関が見られます(図表7)。

新興国は先進国よりも実質GDP成長率が高い水準にある場合が多く、金利も相対的に高い水準にあります。高成長を反映し、新興国の金利が上昇すれば、新興国資産への需要が増し、新興国通貨の上昇が期待できます。

また、新興国は人件費など製造コストが先進国よりも安いいため、先進国の製造業の中には新興国を生産拠点とする企業も存在します。これによって、新興国の生産活動が増加し、先進国への輸出が増えることで貿易黒字が積み上がることが考えられます。先ほどの国際収支と為替の関係で説明したとおり、貿易黒字は自国通貨買いの要因となりますので、これは新興国通貨買い要因になります。

一方、内需が強く貿易赤字の新興国であれば新興国通貨売り要因となりますが、相対的に高金利の状況であれば、海外からの資金流入が期待でき、新興国通貨買い要因につながるケースもあります。

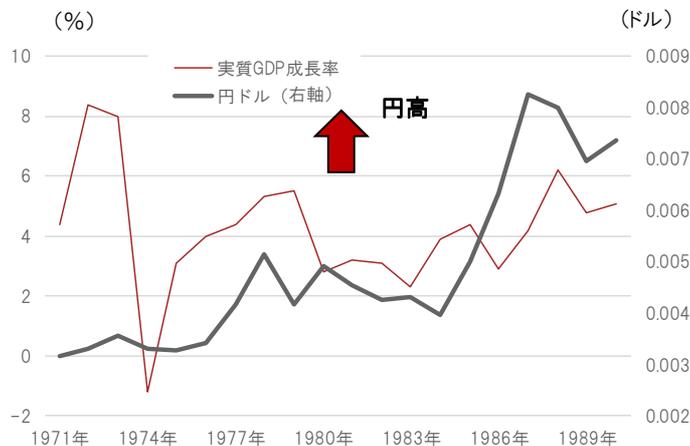
図表7: 日本円、中国人民元の推移

中国の実質GDP成長率と人民元の推移
年次、期間: 1994年～2019年



日本の実質GDP成長率と日本円の推移

年次、期間: 1971年～1990年



出所: 日銀、Bloombergのデータを用い、ピクテ投信投資顧問作成

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

マーケットの見方 新興国投資編(15) <為替レートの変動に影響を与える要因>

【ご参考】国際収支統計

国際収支統計	説明
経常収支	貿易・サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支の合計。金融収支に計上される取引以外の、居住者・非居住者間で債権・債務の移動を伴う全ての取引の収支状況を示す。
貿易・サービス収支	貿易収支及びサービス収支の合計。実体取引に伴う収支状況を示す。
貿易収支	財貨(物)の輸出入の収支を示す。国内居住者と外国人(非居住者)との間のモノ(財貨)の取引(輸出入)を計上する。
輸出	-
輸入	-
サービス収支	サービス取引の収支を示す。サービス収支の主な項目:「輸送」「旅行」「金融」「知的財産権等使用料」等
第一次所得収支	対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況を示す。第一次所得収支の主な項目:「直接投資収益」「証券投資収益」「その他投資収益」
第二次所得収支	居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支状況を示す。官民の無償資金協力、寄付、贈与の受払等を計上する。
資本移動等収支	対価の受領を伴わない固定資産の提供、債務免除のほか、非生産・非金融資産の取得処分等の収支状況を示す。
金融収支	直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資及び外貨準備の合計。金融資産にかかる居住者・非居住者間の債権・債務の移動を伴う取引の収支状況を示す。
直接投資	直接投資関係を設立する当初の取引および直接投資関係にある者間で行われるその後のすべての取引を計上。「株式資本」、「収益の再投資」および「負債性資本」に区分。
証券投資	株式や債券といった証券の取引のうち、「直接投資」や「外貨準備」に該当しないものを計上。
株式・投資ファンド持分	-
中長期債	-
短期債	-
金融派生商品	他の金融商品や指数、商品に連動する金融商品。
その他投資	「直接投資」、「証券投資」、「金融派生商品」および「外貨準備」のいずれにも該当しない金融取引をすべて計上。
外貨準備	「外貨準備」とは、通貨当局の管理下にあり、国際収支のファイナンスや為替介入のために直ちに利用できる対外資産を計上。
誤差脱漏	実際の統計作成で全ての項目を両建て計上できないため誤差を記録。

【ご参考】日本の経常収支と金融収支の内訳

(2019年度経常収支)

	金額	前年比
貿易・サービス収支	7,294億円	+3,375億円 (黒字幅拡大)
貿易収支	5,536億円	▲6,446億円 (黒字幅縮小)
輸出	76兆1,157億円	▲5兆1,229億円 (▲6.3%減少)
輸入	75兆5,622億円	▲4兆4,784億円 (▲5.6%減少)
サービス収支	1,758億円	+9,820億円 (黒字転化)
第一次所得収支	20兆7,202億円	▲1,331億円 (黒字幅縮小)
第二次所得収支	▲1兆3,899億円	+6,332億円 (赤字幅縮小)
経常収支	20兆 597億円	+8,375億円 (黒字幅拡大)

(2019年度金融収支)

	令和元年	前年
直接投資	22兆7,943億円	14兆7,198億円
証券投資	9兆5,053億円	9兆9,765億円
株式・投資ファンド持分	▲3,478億円	14兆6,645億円
中長期債	6兆2,002億円	3兆 453億円
短期債	3兆6,529億円	▲7兆7,333億円
金融派生商品	3,763億円	1,178億円
その他投資	▲10兆7,299億円	▲7兆4,720億円
外貨準備	2兆8,039億円	2兆6,628億円
金融収支	24兆7,499億円	20兆49億円

出所:財務省のデータを用い、ピクテ投信投資顧問作成