

## 為替実務家と均衡為替レート

大海 宏\*

### 要 約

日本経済にとって、特にここ2年程、最も重要な市場と最も重要な価格は外国為替市場と外国為替相場であったと言えよう。日本経済にとってのみならず、アジアの近隣諸国の金融・経済に対しても甚大な影響を及ぼすようになった。

この外国為替を鋭意追及している専門家に2種類ある。理論経済学者と為替実務家である。両者の間に交流と切磋琢磨があったらどんなに有益だろうかと思うのだが、それが無い。「交換なき分業」が続いている。

そこで本論文では、実務家の目に徹して「均衡為替レート」を扱ってみた。方法としては、予め外国為替市場で為替売買の実務に従事している専門家22人にアンケートを実施し、その回答を土台としつつ筆者の見解を交えて論文にまとめた。

実務家にとって「均衡為替レート」とは、市場の為替需給が均衡して成立した為替相場に他ならない。すなわちすべての出来値が均衡レートなのである。従って真の命題は、将来の為替レート=その時点で需給を均衡させるであろうレート=その時点の均衡レート、を予想することとなる。そのためには為替の需要・供給を発生させる要因を把握せねばならない。都合の悪いことに、為替需給発生源=為替相場決定要因は、時代・局面・環境によって激しく移り変わる。

筆者がアンケートの中核部分としたのは、為替実務家から、現時点において重要と考えている為替トレンド決定要因を優先順位をつけて答えて貰うことであった。回答を集約してみると、いかにも「資本優位」の時代らしい為替像が浮き彫りになった。第1位は「米国の政治的意向又は政策」である。確かに実務家の記憶では「ニクソン・ショック」、「カーターのドル防衛策」、「レーガン・ダラー/ボルカー・ダラー」、「プラザ合意」、「円高シンドローム」、「ルービンの<強いドルは米国の国益>」などがそれぞれ強烈であったに違いない。第2位が「金利」であるのは「資本の時代」にこれも当然と言えよう。第3位が「協調介入」となったのは、第1位の「米国政治の意向」と表裏の関係であろう。

衝撃的だったのはむしろ影響しない要因の方である。15の選択肢の第14位に挙げられたのが「物価変動」であり、最下位の15位が「対外純資産残高」であった。前者はまさに購買力平価の概念であり、最も支持されている長期均衡為替レートではないか。後者は累積経常収支額に相当し、こちらは又「アセット・アプローチ」あるいは「リスク・プレミアム理論」で主張された最有力の為替相場決定要因であった筈である。短中期分析と超長期理論の違いはあろうが、予想外のギャップと言わざるを得ない。

\* 敬和学園大学教授

別の設問では「効率的市場仮説」についても聞いた。当然のことながら、実務家は誰も、現実の市場が完全な効率的市場だとは思っていない。「情報入手能力に差」、「情報の質がさまざま」、「情報読解力に差」、「プレーヤーの流動性に制約」、「タイムラグ」、「常に新規参入者がある」など多くの理由が挙げられている。従って実務家は、常に他者より優れた相場予想を打ち立てる機会が存在すると考えている。そのために日夜激しい競争を展開しているのである。競争を有利に運ぶための一つ的手段として、テクニカル分析（チャート分析）を有用と考えている実務家も少なくなかった。

## はじめに

「割り切った言い方をすれば、為替問題解明の最前線は学者と実務家に二分断されている。変転極まりない為替事象の動きを、それぞれの陣営が鋭意追跡してはきたが、また陣営内の同学・同業相手の切磋琢磨はあるものの、それぞれの土俵は全く次元を異にし、両者が共通の土俵で相まみえ有無通じ合うという場面が不思議と少ない。」<sup>1)</sup> 筆者は実務家として15年前こう書いたが（『週刊東洋経済』1983年9月24日号書評欄，p.64），残念ながらその後今日に至るまで状況は変わっていない。いわばわれわれは「交換なき分業」を頑なに守り続けることにより、アダム・スミスが『国富論』の冒頭<sup>1)</sup>で述べたような分業の効果を手にする機会を逸している。

本号特集のテーマである理論的な「均衡為替レート」に関しても例外ではない。為替り均衡レートとか適正水準といった概念に実務家が無関心な訳ではない。現実にもそのようなものが存在して、もしそれが現実の為替レートのいずれ

収斂・安定する水準を意味しているのなら、実務家は先を争ってその水準を見付けようとし、見付けたらその水準をターゲットとして為替売買に突進するであろう。均衡レート/適正水準からの乖離をライバルに先駆けて発見した実務家は確実に利益を挙げられる筈である。

しかし実は実務家の考える「均衡為替レート」とは、ほとんど必然的に、市場で為替の需給が均衡した時成立する相場水準のことである。勿論学生時代に習った、あるいは本で読んだ古典的な「購買力平價説」を知らない訳ではない。しかし現実の為替相場がその「平價に鞅寄せしてゆく過程でも、為替の需給が変化した結果そのような動きが発生するのであるから、結局為替需給に注意しさえすれば十分だということになる。為替需給を変動させる要因の研究だけが重要であり実利がある。いっぽう、現在の瞬間に成立している為替レートは、需給が均衡した結果実現したものであるから、定義的に真正

1) アダム・スミス著、水田洋訳『国富論』（「世界の偉大思想」第14巻）、河出書房、1965年、pp.12-22。例えば第2章「分業をひきおこす原理について」から次のパラグラフなど。

「マスチフ犬の強さは、グレイハウンド犬の速さによっても、スパニエル犬の利口さによっても、牧羊犬の従順さによっても、少しも助けられはしない。これらのさまざまな天分と才能の諸効果は、交易し交換する能力ないし性癖の欠如のために、共同財産とされえないで、この種に属するものの生活条件と便益をよくするのに、少しも貢献しないのである。これと反対に、人々の間では、最も類似しない諸天分は互いに有用なのであって、それらは、かれらのそれぞれの才能の様々な生産物が、取引し交易し交換する一般的性癖によって、いわばひとつの共同財産となり、各人がそこから、他の人々の才能の生産物のうちで自分の必要とする部分を、どれでも買うことができるのだからである。」

の「均衡レート」・「適正水準」である。ここに「乖離」の問題はない。ただ実務家にとって意味のある「均衡レート」は現在の「均衡レート」ではあり得ず、それは将来の「均衡レート」である。予想される「均衡レート」である。「均衡レート」の予想である。換言すれば、ある特定の将来時点において、為替相場を決定する諸要因（に基く需給）がどういう相場水準で均衡するであろうか、という予想である。

1980年代に入ると、実務家にとっても、「均衡レート」（＝為替需給を均衡させると期待される将来の予想レート）は、単純に物価差を埋めるとか経常収支を均衡させる為替レートではあり得なくなつた。内外の環境変化に対応して国際資本取引が急拡大したからである。実務家から種々の試みがなされた。例えば筆者は、為替需給発生源を経常（貿易）取引と資本取引に2分類し、考え方としてはそれぞれに別個の為替需給関係が成立しているとの前提で、「貿易円」（貿易・経常為替需給を均衡させるドル円相場）と「資本円」（資本為替需給を均衡させるドル円相場）の2本立ての分析・予想をすべきであると主張した<sup>2)</sup>。勿論現実の市場では、両者を加重平均した水準近辺で一本レートが立つのであるが。

本論文は、主として実務家の視点から「均衡為替レート」を取り扱う。従つてこの場合の「均衡為替レート」は、上述の通り、為替需給

が均衡した時に成立する為替レートであり、特に重要視するのは将来需給の均衡を反映して成立する（需給を均衡させるような）為替レートのことである。実際の作業は、為替の需要供給を発生させる諸要因をアイデンティファイし、それぞれの要因が将来の特定時点においてどういふ為替需給を発生させ、その結果総体としてどのような為替レートを実現させるかを予想することである。事態を難しくするのは、為替需給を発生させる諸要因が長期にわたつて一定でないことである。少なくとも中長期的にはこれらの要因が交代し又その影響力の強弱がシフトする。将来の「需給均衡レート」を予想するためには、先ず、どういふ要因が為替需給に対しどれだけの影響力をその時もっているだろうかという予想が最重要である。

結局のところ、均衡為替レート＝為替需給が均衡した時に成立するレート＝現在の市場レート・過去の市場レート・将来の市場レート＝実在のすべての為替レート、となつてしまう。無意味である。だからほとんどの実務家は、均衡レートのことを考えてみたこともないと言う。少なくとも彼らの業務にとって意味のある概念とは思っていない。実務家一本論文の目的からは、日々外国為替売買を専門の業として利益を追求する実務家（代表的には銀行の為替ディーラーと呼ばれる職種の人たち）が対象とする外国為替取引は、基本的には超短期、短期から

2) 『週刊東洋経済』1983年7月2号「円相場は235円軸に小浮動続こう―“新”購買力平価で測る私の実戦的予測法―（為替相場予測はなぜ当たらないか。この疑問に答えるために、従来の購買力平価説を再検討し、ユニークな「貿易円」と「資本円」の概念を用い、実務に基いた独自の為替相場予測法を明らかにする。）から下に一部引用しておく。

「為替相場をみるうえで最も基本的な認識は、為替が自由変動相場商品になつたということである。いまや為替は、綿花や砂糖非鉄金属などの国際商品、あるいは株式のような金融商品に限りなく近づいた。

従つて為替相場もこうした観点から眺めてみる必要がある。依然として、為替を景気、労働生産性、インフレ率などのマクロ要因からだけ決まるとの考え方が根強くあるが、そうした旧態依然たる考え方が現実の為替相場の動きをわかりにくくしているといえよう。

為替が変動相場商品であるなら、その相場を究極的にきめるものは、その需給ということになる。ここでいう需給は外貨の流出入であり、その手掛りは国際収支に求められるべきである。だが、国際収支といつても経常収支のウェイトが相対的に低下してきており、経済の国際化が進むにつれて資本収支の重要性が増しているのが、最近の特徴である。……中長期のトレンドでみた為替需給の観点からいえば、長期資本収支が非常に重要なのである。」

せいぜい中期どまりである。これに対し「均衡為替レート」を研究している経済学者の興味は長期・超長期であろう。この辺りが経済学者と為替実務家との接点不在(“交換なき分業”)の一つの原因かもしれない。なお、期間の長さを表す言葉では実務家どうしても明確な慣行・定義はない。筆者自身は、大づかみに、超短期=数分から数日、短期=数日から数週間、中期=1、2ヶ月から9ヶ月、長期=1~3年、超長期=5年から10年といった感覚で使用している。

本論文は「実務家」としての筆者の考え方を述べたものではあるが、現在外国為替市場の中にあつて「現役」として為替業務に携わっている人たちの生の意見を多数集め、筆者自身の時代遅れの知識や思いこみを排除し、正確と客観性を期することに努めた。そのため、内外の為替市場で為替売買業務の経験の長い計22人の実務家(その大部分は銀行の為替ディーラーの人たち)にアンケートを実施し、実務家からみての「均衡為替レート」「為替レート決定要因」などに関連した多くの質問に答えて貰った。アンケートで尋ねた主な質問は以下のようなものである。

1. 「均衡為替レート」の存在の有無。
2. (「均衡レート」はあると答えた人に)
  - (1) それはどのようなレートか(購買力平価か、経常収支基準か、など)。
  - (2) 現実のレートは「均衡レート」に収斂

する傾向をもつか(短期、中期、長期それぞれ)

3. 実際為替を売買する際には、どのような要因や指標を手がかりにして意思決定するのか。
4. それらの要因・指標はその時々によって大きく変わるか(短期、中期、長期それぞれに)。
5. 現在時点において、為替売買(=レート予想)の手がかりとされる要因の間の優先順位。候補として、金利、景気、株価インフレ、経常収支など15の要因を列挙。
6. 「効率的市場」は現実の市場で成立しているか。
7. 現在時点において、日米それぞれの対外純資産(負債)残高=累積経常収支額を、どの程度今後のドル円レート決定要因として認識しているか。
8. 理論経済学者と意見交換する機会/場をもっているか。彼らの関連分野の著作はどの程度読んでいるか。
9. 『フィナンシャル・レビュー』の存在を知っているか。読んだことはあるか。

なお本論中、一般的な叙述で「実務家」と書いた場合、筆者を含めた意味で使っている。(当然ながら、「学者」「経済学者」「研究者」と書くとき、そこには筆者を入れていない。)

## 。「均衡為替レート」はあるか？

先ず為替の実務家は、「均衡為替レート」は、意味のある実体としては存在していないと考えている。厳密に言えば、為替の実務家は「均衡為替レート」について実務的に考えてみたことがない。考える必要に迫られたことがなかった。

- 1 実務家にとっての「均衡為替レート」  
「均衡為替レート」と聞いて実務家が即座に

連想するのは、一瞬一瞬市場で成立する現実の為替レートのことである。なぜなら、成立した為替レート=為替の価格一本一本のすべては、その瞬間の需要と供給がそれぞれ均衡した結果であり、需要者と供給者がその瞬間に入手可能な情報を彼らなりに十分解釈した結果だからである。その瞬間にはそれ以外の「均衡レート」はあり得ない。

むしろ実務家が自戒すべきは、将来の何時かその水準へ現実レートが鞘寄せ(収斂)してゆく「適正な水準」があると信じてしまうことである。思い込みをもつのは危険である。いかなる変化にも、既成概念にとらわれず柔軟に対処すべきである。

売買の現場を離れて改めて「均衡為替レート」とは、と問われれば、多くの実務家は、超長期的にはそのような物差があるかもしれない、と答える。超長期的とは概ね3～10年のタームを考えている。飽くまで頭の中の抽象的な「計算値」としてであるが。

実務家にとって超長期的「均衡為替レート」として最もポピュラーなのは購買力平価である。少数の実務家は、経常収支を均衡させるような為替レートを念頭に置いている。後者については、経常収支を均衡させる要因は為替レートに限らないから、他の要因が「均衡状態」の時に経常収支を均衡させるような、と限定される場合が多い。

しかしながら、実務家の考える超長期的「均衡レート」は、必ずしも、数年内には必然的に

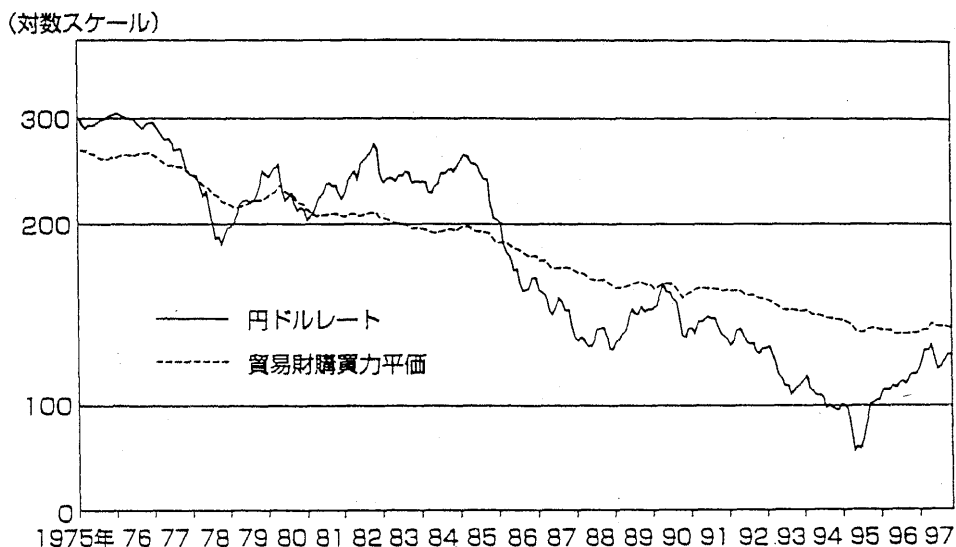
現実レートとの乖離が消滅するような理論的・現実的根拠をもったものではない。いわんや乖離が消滅した後長期間の(均衡水準での)為替レート安定を保証するものではない。数年に1回くらいは、その水準を「通過」と考えられているに過ぎない。

## - 2 購買力平価

多くの経済学者から指摘されている通り、購買力平価を扱う場合、貿易財の卸売物価とすることが最も理に叶っている。即ち日本の場合、日本の輸出価格と輸入価格ということである。図1にみられる通り、20年を超える超長期間の実績は、貿易財購買力平価と現実のドル円レートとの間の乖離が最長5年を超えて遠心的に拡大し続けることはないことを示している。即ちドル円レートは、経験的には、5年以内には反転して「均衡レート」に向かって(求心的に)動きはじめることが確認できる。

だから貿易財購買力平価はドル円相場にとっての長期均衡レートとして機能していると断じてよいかといえば、かなり疑問がある。貿易財

図1 円ドルレートと購買力平価



注：貿易財購買力平価は国際価格構造研究所(1993)の工業製品価格調査に基づいている。1992年第4四半期において、この調査による貿易財購買力平価は1ドル=150.5円であった。この値を中心として、この図では日本の総合卸売物価指数とアメリカの生産者物価指数を用いて前後にのばした。

(出所) ロナルド・マッキノン、大野健一『ドルと円』日本経済新聞社、1998年

価格と為替相場との間の因果関係は、決して単純明快に貿易財価格 = 原因、為替相場 = 結果と割り切れるものではない。逆の因果関係の働く局面は十分あるし、恐らくはそちらの方がウェイトは高いのではないか。貿易財すなわち輸出入の場合程顕著でなくとも、総合卸売物価を使った購買力平価についても、ある程度は為替相場の変動を原因としてこの「均衡レート」は同じ方向に動く。総合卸売物価の構成上輸出入物価の占めるウェイトが約20%（国内物価約80%）であることに加え、輸出価格・輸入価格は国内の関連財、競合財の価格に影響を及ぼすであろうからである。

図2では、1995年から1998年前半までのドル円相場と4種類の卸売物価を、月次ベースで掲げた。1995年と1996年については、ドル円相場の上下動と輸出物価、輸入物価の変動が大体平行である。特に輸入物価はドル円相場と強い相関関係を示している。輸出物価に関しては、よく知られているように、契約更改までのタイムラグとか競争状態、マーケティング戦略などのため、円安でも即座には計算通りの円建て価格引き上げを行わないことも多い。これに反し、輸入は、ドル建て契約の比重が高いこともあるが、敏感にドル円相場の変動を反映した円建て価格の変化を見せている。輸出、輸入いずれの場合も、先ず物価が動いてそれからその結果としてドル円相場が反応したと考えるのには無理がある。「均衡為替レート」が現実のドル円相場に影響したのではなく、現実のドル円相場が「均衡為替レート」を動かしていると考えべきであろう。

こう考えてくると、「均衡為替レート」として代表的な概念の一つである購買力平価とは、どういう意味のある存在なのかが問われよう。実務家が実務家らしくそのような規範は存在していないのではないかと疑うのも尤もと思われる。更に1980年代以降資本勘定取引の拡大が続いており、金利、金融財政政策など資本関連要因を捨象した均衡レート概念への疑問は一層高まった。

なお、図2のドル円相場指数と輸入卸売物価指数との乖離幅が、1997年から1998年央に至る間、拡大（ドル円は上昇 = 円安、しかし輸入物価は緩やかに下落）した主因は、主要原燃料のドル建て世界価格がこの間大幅に下落したためである。この時期には、むしろドル円相場指数と輸出卸売物価指数との同調性の方が相対的に強い。

### - 3 経常収支基準均衡為替レート

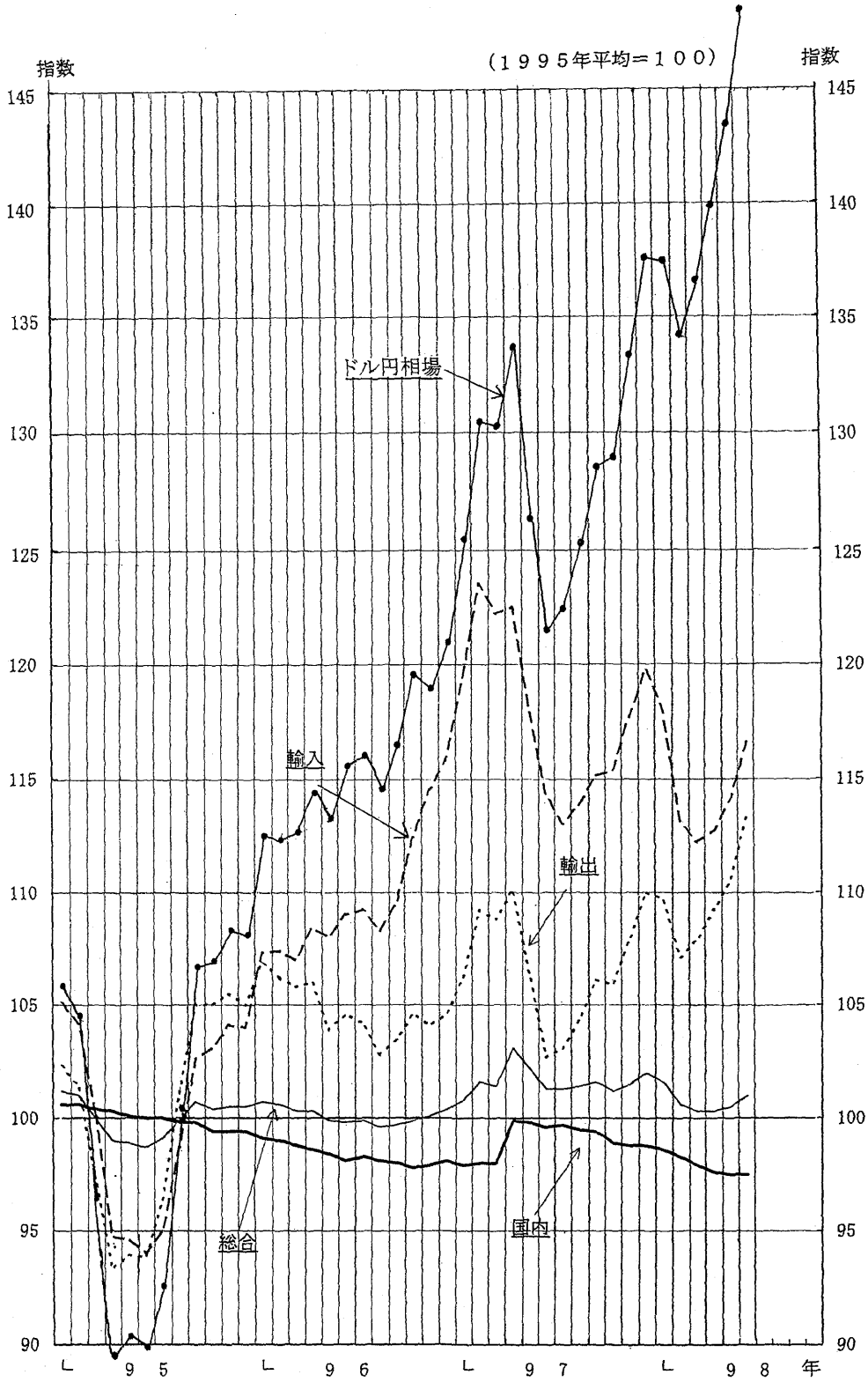
「均衡為替レート」のもう一つの代表的概念は、これを何らかの方式で、経常収支の均衡化と結び付けるものである。市場経験が20年あるいはそれ以上のベテラン実務家は、経常収支と為替レートが双方向的に強く影響し合った時代あるいは局面をよく記憶しているが、両者が相関しなかった局面も経験してきた。Jカーブ効果といわれる現象も耳学問で知っている。何よりも、経常収支、特に財・サービス収支を左右する要因は為替（価格）要因と共に所得要因が極めて重要であることを理解している。長期目標としていずれその水準に鞘寄せしてゆくような「経常収支基準均衡為替レート」が存在するとは、ほとんどの実務家には信じがたい。本当のところは、真剣に考えてみたことすらない。

外国為替相場を直接決定する市場の為替需給の源泉は、1980年代以降「資本優位」の様相を強めてきた。市場に参加している実務家は、資本勘定に基く需給と経常勘定に基く需給の比重の差は、今や前者が後者の「数倍」ではなく「2桁倍」であろうと実感している。だから実務家は（資本為替の需給を捨象して）経常為替需給のみで「均衡為替レート」を論ずることに否定的なのであるが、議論を超短期から長期、超長期までを区別して展開したら彼らの結論も大きく変わるのかもしれない。期間が長くなればなる程、資本の流出入 = 貸借取引は相殺されてネットの需給変化を残さないからである。

### - 4 「均衡為替レート」は桃源郷か？

実務家には、刻々成立しては移動してゆく実

図2 ドル円相場指数と卸売物価指数の動き



(資料) 卸売物価指数は日銀調査統計局作成のものを使用

在の「均衡レート」と全く別に、経済学者が実在していない「長期的均衡為替レート」を追いかけるのが奇異に映る。何のために、と多くの実務家は好奇心をもった。実務を行うに当たって、もし数日ないし数週間といった短期のタームでそのような目安が存在してくれていたら、これ程ありがたいことはない(但し自分だけが知っていて他人は知らないことが条件であるが)。筆者がインタビューした実務家の2, 3の人が、期せずして「あの桃源郷を求めて……みたいなものですか」という趣旨の言葉を使った。ごく少数ではあるが、実務家の間でも、現実

の為替レートが長期的には「均衡為替レート」に収束するとの考え方があった。しかしその理由は、外国為替市場に「均衡為替レート」を自己実現させる力あるいはメカニズムがビルトインされている訳ではなく、主として当該国(ドル円レートであれば、通常は日本)が政策を發動して特に経常収支基準の不均衡為替レート是正に努めるからである。政府はそのシグナルを市場に対して早目に強く出してゆくことで、「均衡レート」からの乖離を縮小・消滅させる政策を効果的にすることができる。市場にキッカケを与えるということである。

## ・「均衡為替レート」に代わる基準は何か

「均衡為替レート」がないとしたら、少なくとも短期中期的には「均衡為替レート」がないとしたら、外国為替の実務家は何を基準に日々刻々為替を買ったり売ったり、とりわけ自己の為替ポジションを作ったり変えたりするのだろうか。文字通り為替がフロートしている世界で、いわば北極星に相当する不動の基準なしに、実務家はどのようにして為替の現在位置を確認し又将来の移動方向を予測するのだろうか。要するに変動相場制下の為替相場の水準を規定するものは何なのか。

### - 1 市場の為替需給

回答ははっきりしている。それはその時点の市場の為替需給である。先ずこの点において実務家の回答は完全に一致している。即ち、日常の為替売買業務で取引ポジションを行なうに際して実務家が最も重要視する要因は、その時点の市場の為替ポジションがどういう状態にあるかということである。この点を実務家たちは、筆者のインタビュー/アンケートに答え、様々な言い回しで表現している。

例えば、「他人のポジションを見て(想像して?)売買を仕掛ける」、「他銀行のポジション

の傾きを勘案して」、「ヘッジファンドなど大手プレイヤーのやりそうなことを先回りして」、「他人の手の内を想像して取引をする」、「市場参加者がそれぞれ自分の<相場観>を持っているので」などなど。

勿論、どの実務家にとっても、「他人の手の内」、「他人のポジション」が正確に定量的に分かるような統計、データ、情報など存在しない。いわんや市場総体の「ポジションの傾き」など分かる筈がない。そこでそれらを推定し、憶測し、想像するために最大限の努力と工夫がなされる。日々真偽不明の「情報」が無数に飛び交う。一例として、1998年8月初め頃、「『グローバル・キャリートレード』と言われる円調達・ドル運用取引を累増させてきた海外の大口ファンドが、他市場での損失を埋めるため、500億ドルといわれる『キャリートレード』残高の一部を利食い(円買い・ドル売りとなる)しようとしている」といった話を、インタビュー/アンケート先の何ヶ所かで聞いた。後日談であるが、まさにこの原因で円が急上昇し、マスコミでそのような解説が登場するようになったのは、その後ほぼ2ヵ月を経てからであった。

実務家は、スポット的なこの種情報を利用す



るのみならず、市場の大口プレーヤーについては、過去行われた取引(残高発生)と反対取引による決済(残高消滅)とを想像上の帳簿に記録しながら、「他人のポジション」をアップデートしているようである。

#### - 2 市場需給を推定する他の方法

「他人の手の内」あるいは「市場ポジションの片寄り」を推定するためには他の方法もある。単純な推定は、実際に市場を相手に為替売買を行なってみての手応えからも得られる。売っても売っても、砂漠に水を撒いた時のように、外貨は市場に吸い込まれるだけで為替レート水準が動かなければ、市場全体の需給は相当オーバーソールド(売越し)に傾いているか、何らかの他の理由で需要超過になっているものと推定できる。

「他人の手の内」を推定するもう一つの方法はチャート分析を利用することである。チャート分析とは、商品の市場価格の分析・予測に国の内外を問わず長年利用されてきたテクニカル分析の中核部分をなすもので、外国為替レートが典型的な自由変動相場商品の性格を備えるにつれ、特に1980年代以降、実務家の間で着実に市民権を得てきた分析体系である。一言で「相場は相場に聞け」と言われる。実務家は手に入れた情報を直ちに自己の「相場観」にインプットし、同時に新しい最適ポジション形成に必要なだけ為替売買を行なう。入手した情報を一切外部に漏らさず、完全に秘密裡に為替取引を行っても、どうしても抑え切れないのが取引の結果として変動する為替レートである。注意深く為替レートの動きをフォローし、体系的に分析すると、往々にして、その時点の市場全体の需給の片寄りなり、あるいは市場の「センチメント」といったものを把握することができる。チャート分析は、このように現況の確認に役立つと共に、蓋然的な「経験則」として将来の為替レートを予測するためにも有用である。市場需給・市場心理を推し量るため、通貨当局を含め外国為替市場関係者にはチャート分析を日常

利用している人は多い。

#### - 3 テクニカル分析による「均衡為替レート」

データなり情報なりチャート分析なりから推測される「他人の手の内」「市場のポジション」は、基本的には超短期、短期のタームに適合する。チャート分析の使い方として、一種の「均衡為替レート」水準を想定することも可能である。一例は移動平均線チャートで、現実の為替レートが特定の移動平均線から何パーセント以上乖離したら「異常乖離」の経験則で、為替レートは反転し移動平均線に向かって求心的な動きを始める確率が高いと言われる。この場合移動平均線は大まかな意味で均衡為替レートである。実務に応用するに当たっては、移動平均線の傾斜が右上がりの時(強気のトレンド)とそれが右下がりの時(弱気のトレンド)とでは乖離の許容度に差をつけるなどといった工夫もなされる。移動平均線は、その平均期間を必要と目的に応じてどのようにも決めることができる。超短期なら出合毎、5分毎、1時間毎など、思いのままの移動平均線が可能であるし、超長期だったら10年の移動平均線が使われることもある。それぞれ超短期から超長期までのトレンド・ライン = 傾向線(一種の均衡レート?)としての性格をもつ。

蓋然的な「均衡為替レート」として使えるかもしれないもう一つの例は、厳密にはチャートを使用する必要がないのでテクニカル分析と呼ぶべきであろうが、RSI(relative strength index = 相対力指数)<sup>3)</sup>といわれるものである。基本的に、この値が50%近辺にある時の為替レート水準は「均衡的」水準にあると考えられよう。市場の需給なりポジションなりセンチメントがほぼ均衡状態にあると見なせるのである。経験則からは、70%~75%を超えたら市場需給は大幅な買い持ち(センチメントは過熱気味)だから、この後為替には売りが出易く為替レートは均衡点(RSIが50%前後)へ戻り易い、などの使い方がされる。似たようなテクニ

カル手法で「サイコロジカル・ライン」<sup>4)</sup>と言われる単純素朴なものも使われている。

## ドル円相場の中期決定要因

ここまでは主として超短期・短期の局面で、実務家が何を手掛かりに自分の為替ポジションを動かすかを探り、それは何よりも「他人のポジション」であることを述べた。「他人」とは、超短期ではそれは他の銀行であり、他の投機家である。短期の為替取引で重要になるのは、「実需筋」とも呼ばれる輸出・輸入関連の大口プレイヤーや、国際証券・資金取引に活発な生命保険・信託を含む機関投資家による為替取引である。

次に期間を中期に移して実務家の相場観形成の基準を確かめてみる。中期とは3ヶ月からおよそ1年くらいまでの期間であるから、いわば戦略的な為替売買業務の「主戦場」と言って差し支えない。実務家が為替の売り買い、ポジション構築の判断基準とするのは先ず将来の為替需給総体の見通しであるが、その予想の根拠となるのは、為替需給を生み出し又変化させる多くのマクロ・ファンダメンタル要因である。これらの要因は多岐にわたり、しかもその影響力は固定的なものではなく局面により時と共にシフトする。(アンケート回答者の1人は、「その時々“ファッション”でしかない」とも表現している。)歴史的に重要な影響力をもった

代表的な為替需給決定要因には、例えば、石油、マネーサプライ、財政赤字、金利、インフレ、経常収支、累積経常収支、内外政治情勢などさまざまであった。これらは通常当事国ないしはある特定国(代表的には米国)にかかわる要因である。上に例示した要因の多くは、中期的にその影響力を行使したのみならず、長期的にもその影響力を維持した。しかし、変動相場制に入って25年間一貫して主力要因の座を維持し続けたものはひとつもない。

### - 1 為替実務家22名のサーベイ

筆者は、1998年の7月から8月にかけて、東京外国為替市場の有力現役為替ディーラー22人を直接往訪し又はアンケート用紙を送付して多くの質問に答えて貰った。実は、既述の第節、第節も、筆者自身の意見と共に、このアンケートの回答を参照してまとめたものである。質問の一つでは、中期トレンドの円相場決定要因として現在機能していると思われるもの15個を示して、それに影響力の強さの順に優先順位を付けて貰うよう依頼した。なお例示した15種類以外に該当する要因があれば具体的に追記を

3) 米国の商品市場で開発され普及した指標で、ごく簡単に言うと、過去14日間の終値の各前日終値比変動幅を、上げか下げかの符号を無視して、単純に合計し、この値(分母)で、前日比上昇幅のみ合算したものの(分子)を除いた結果の数字(百分比)である。この指数が70~75%を超えると相場は天井に近づいていること、また30~25%を割ったら底値は間近だという信号となる。この指数は単独でこれのみに依存するというだけでなく、相場本来の趨勢を(移動平均チャートなどで)別途確かめながら並行して使うと有益であると言われている。

(大海 宏『為替レート予測<為替需給・チャート分析アプローチ>』日本経済新聞社、1983年、pp. 213-214)

4) わが国の株式市場でも常用されている技術指標の一つで、過去12日間のうち、前日終値比株価が上昇した日数を12で除して得られる百分比率である。サイコロジカル・ラインは75%以上が警戒圏で、警戒圏に一度突っ込んでから75%以内(中立圏)へ戻った時が売り場、25%以下(安全圏)から25%以上(中立圏)へ戻った時が買い場だと言うものである。

(大海 宏、前掲書、pp. 213-214)

依頼したが、結果を見ると、別途追加要因を記した人は1人もなかった。

筆者が示した15個の円相場決定要因候補は下記の通りである。

- (1) 金利
- (2) 景気
- (3) 株価
- (4) インフレ
- (5) 経常収支
- (6) 対外純資産残高
- (7) 国内政治
- (8) 米国の政治・意向・政策
- (9) 国際政治一般(米国を除く)
- (10) 単独介入
- (11) 協調介入
- (12) いわゆる要人発言

- (13) 日本の金融システム不安
- (14) アジアの通貨・金融・経済危機
- (15) 欧州の単一通貨ユーロ

質問に答えて貰った合計22人の為替専門家を、性格・属性別に3グループに分けて、結果を分析してみよう。第1のグループは東京外国為替市場で活発な売買取引を行なっている内外銀行の為替ディーリングの最高責任者7名。年齢的には40代から50代、為替実務の経験は20年前後から30年近い層である。第2のグループは代表的な大手都市銀行の中堅為替ディーラー(30歳代、実務経験10年~10数年)11名。第3のグループは、銀行以外の機関に所属する専門家4名(為替ブローカー会社役員、メーカー財務担当役員、総合商社為替エコノミスト、投資顧問会社役員、為替経験15~35年)である<sup>5)</sup>。

5) サーベイにご協力頂いた22名の為替実務家の方は以下の通りである。それぞれご多忙の中筆者のために暖かいご協力を頂いた。記して厚く感謝申し上げます。

(1) 第1のグループ

- ① 香川彰男 (あさひ銀行トレジャラー)
- ② 坂本軍治 (アルママターファンド投資顧問株式会社代表取締役社長, 元ファースト・シカゴ銀行東京支店長, シニアヴァイスプレジデント)
- ③ 田川明夫 (ソシエテジェネラル銀行東京支店トレジャラー)
- ④ 酒匂隆雄 (UBS銀行東京支店長)
- ⑤ 大倉 孝 (ファースト・シカゴ銀行東京支店トレジャラー, ファーストヴァイスプレジデント)
- ⑥ 花井 健 (日本興業銀行国際資金部為替室長)
- ⑦ 磯野 剛 (住友銀行市場営業第三部次長)

(2) 第2のグループ

- ① 榎本竜矢 (住友銀行市場営業第三部次長, フォワード担当)
- ② 野手弘一 (住友銀行市場営業第三部上席部長代理, スポット担当)
- ③ 中谷泰文 (富士銀行国際資金為替部上席調査役, 総括チーフディーラー)
- ④ 藤音 浩 (日本興業銀行国際資金部為替室課長一通貨オプショントレーディング)
- ⑤ 山口和生 (住友銀行市場営業第三部部長代理, , プロバライアタリートレーダー)
- ⑥ 藤原昭郎 (東京三菱銀行為替資金部調査役, インターバンクチームチーフ)
- ⑦ 今井雅人 (三和銀行資金証券為替部部長代理, 為替ディーリング担当)
- ⑧ 川添 豊 (日本興業銀行国際資金部為替室課長代理, フォワードデスクチーフ)
- ⑨ 大海太郎 (日本興業銀行国際資金部為替室課長代理, スポットデスクチーフ)
- ⑩ 山本悦章 (さくら銀行為替資金部調査役, 為替ディーラー)
- ⑪ 名合栄治 (住友銀行市場営業第三部部長代理, 対大口顧客為替営業)

(3) 第3のグループ

- ① 森山 甫 (トウキョウ フォレックス株式会社専務取締役)
- ② 金谷誠一郎 (塩水港精糖株式会社取締役, 原糖担当)
- ③ 中島精也 (伊藤忠商事株式会社金融部門チーフエコノミスト)
- ④ 水野雅司 (アルママターファンド投資顧問株式会社取締役, ファンドマネジャー)

- 2 市場から見たドル円相場決定要因  
インタビューとアンケートの結果を基に、各グループ毎に、15の要因の円相場への影響度のランク付けを集計すると下記ようになった。

- 2 - 1 第1のグループ

(1) 第1位 「米国の政治・意向・政策」

圧倒的な満票。7名中6名が1位に挙げた。1990年代前半までの「円高シンドローム」時代の記憶もさることながら、1990年代後半以降の「強いドルは米国の利益」(ルービン財務長官のモットー)とする米国政府とウォール・ストリート連合軍の共通認識は、これまで3年余の間ステディなドル高と持続的な実質経済成長を可能にしてきた。米国官民の意向に逆らった為替投機がいかに危険か実務家はよく知っている。

(2) 第2位 「金利」

得票は1位から5位まで分散した。いわゆるファンダメンタル要因の最高ランクが総合3位とは僅差で2位に入った。投機を含めた国際資本取引が急激に拡大・活発化している昨今、金利要因が重要視されるのは当然のことと思われる。

(3) 第3位 「協調介入」

割れた。5名が2位としたが2名は6位のランク付け。実務家のイメージでは、米国が参加した介入ということだろう。第1位の「米国の意向」の具体的発露であり、むしろ裏腹の関係ともいえる。

(4) 第4位 「経常収支」

恐らく古典的決定要因の随一だった経常収支の重要度は現在漸く第4位である。7名の判定は3位から11位まで拡散した。それでも、市場の「現場」(後記「中堅ディーラー」の意見を見よ)やマスコミに比べると、さすがに大ベテランと言うべきか、意外に守旧派・学究的(?)である。

(5) 第5位 「日本の金融システム不安」

判定は3位から8位までの間におさまっている。筆者自身は、1997年秋から加速した円安の根本原因がこの要因だと考えているが、市場の

実務家はそれだけの重要性は認めていないようである。

(6) 第6位 「景気」

得票は3位から9位までに5名。最後の2名は「番外」(得票ゼロ)とした。マスコミでは「景況感」といった言葉でこの要因を格段に強調しているので、長老級為替ディーラーの6位という低い評価は含意に富む。第2位の金利と重複するから、との考慮もあったかもしれない。それにしても、後述の中堅ディーラーが景気を決定要因ナンバー・ワンに選んだことと対照させると、大変興味深い。

(第7位以下は得票率も一段と下がりドル円レートのトレンド決定要因として本格視されていないと見なしてよいであろう)

(7) 第7位 「要人発言」

この要因に高い順位をつけた人も「飽くまで短期的」と断っている。ただ時として重要なトレンド転換へのキッカケを作る点が記憶/認識されているようである。

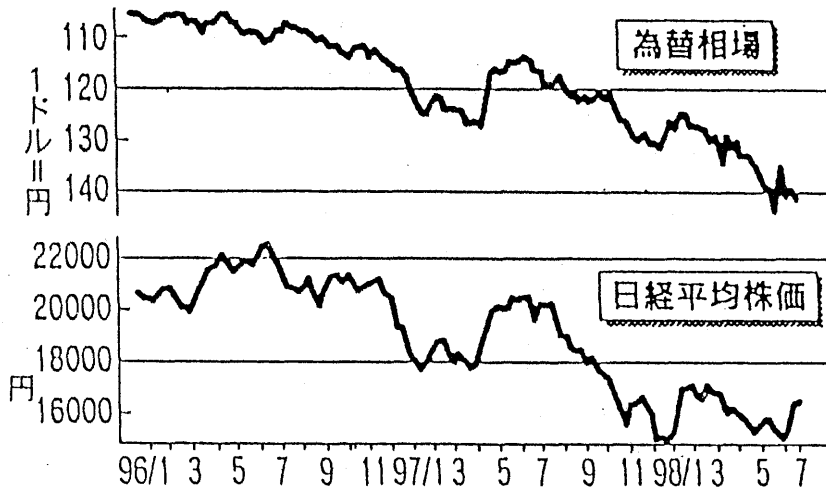
(8) 第7位(同率) 「単独介入」

マスコミ上の報道やコメントとやや異なり、市場のベテランプレーヤーは単独介入にある程度の影響力を認めている。一つには、1995年夏に日本の通貨当局の徹底した円売り介入で市場のセンチメントを反転させた実績が記憶にある。又介入に政策発動が組み合わせられれば効果は一層確かなものになる。当局の「学習効果」も累積してきており、介入のタイミングは市場の需給なり心理なりが反応し易くなっている機会を巧みに衝くといった工夫も窺われる。そのためチャート分析も活用されているという。一般的に実務家は、(米国ほどではないが)日本の通貨当局の意向に対しても真正面から反抗するのはリスクが大きいと考えている。

(9) 第9位 「欧州単一通貨ユーロ」

この要因への評価は2極に分かれた。確かに不確定であり将来への予想は抽象的である。しかし長期的なインパクトの可能性(例えば、いずれドルに迫る、場合によってはドルを超える、基軸通貨に成長するかもしれない)は極め

図3 為替相場と株価の動き



(資料) 日本経済新聞

て大きい。長期で見たか、短期で見たかの違いが出たのであろう。

(10) 第10位 「国際政治一般(米国を除く)」

国際政治要因の中で米国を当事者としなない事態について尋ねたものであるが、具体的なケースを思い浮かべにくかったかもしれない。筆者としては、古いところでは中国の天安門事件、最近では英国やドイツの総選挙とかインド・パキスタンの核実験などを念頭に置いたものであるが、いずれにしても市場の注目度は低い。

(11) 第11位 「アジアの通貨・金融・経済危機」

本来アジア危機は円安と双方向的な因果関係にあるが、実務家は円安(など日本経済の劣化・悪化)を原因としてアジアが影響される方向が大きいと考えている。アジア危機が円相場のトレンドを決定するとの見方は薄い。

(12) 第12位 「株価」

日本の株価が円相場のトレンド決定に与る度合いを尋ねたものである。もともと株価と為替相場との間の因果関係は双方向のものであるが、株式市場と為替市場の規模の違いなどから、筆者は為替原因・株価結果の方向が逆方向の結果よりも圧倒的に強いと考えている。次の問題は、円高の結果は株高か株安か、円安の場

合は株安か株高かの問題がある。実は歴史的にはいずれの局面のトレンドも実在した。ここ2年程は、円高 株高の明瞭な因果関係となっている(図3)。グラフ上の平行関係だけからは因果の方向は判定できない。実際マスコミでは、「株が下がったのを見て円も売られ」などと説明している。この点実務家は筆者と共通の認識を有し、従って円相場決定の要素としては低い評価しか与えていないのだと思われる。(しかし興味深いことに、本当の現場第一線にいる「中堅ディーラー」は株価を重要視している。後述。)「米国の株価」を含むと設問に明示したらランクはかなり上がったと思われる。回答者の中にはそうコメントした人もあった。

(13) 第13位 「国内政治」

歴史的に、純粹の国内政治要因は、ロッキード事件(前首相逮捕)にしる、自民党38年ぶりの下野(非自民連立内閣成立)にしる、自民党と社会党の連立実現にしる、奇妙なまでにドル円相場に対する影響力をもたなかった。皮肉な意味で、この2、3年日本の政治の指導力・判断力・行動力などが問われ、長期円安の一因に数えられているが、ここの設問のように政策的に好ましい水準を実現させるといったポジティブな意味での影響力は余り認められていない。

(14) 第14位 「対外純資産残高」

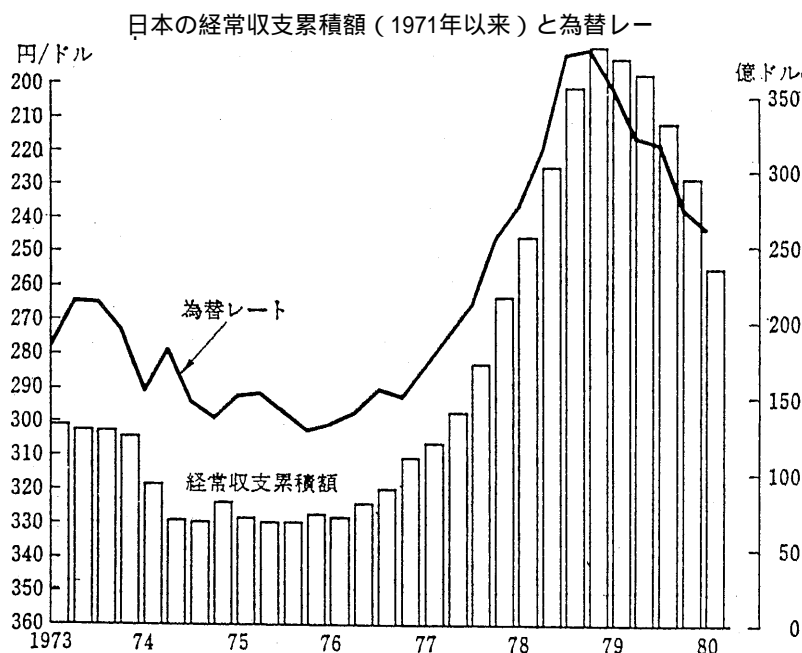
対外純資産残高とは、大筋として累積経常収支残高に相当する。累積経常収支額は、かつて1970年代以降為替レートに関するいわゆる「アセット・アプローチ」あるいは「リスク・プレミアム理論」で最有力の為替相場決定要因と考えられていたものである。学者・研究者の間ではコンセンサに近かったのではないかと<sup>6)</sup>。ところが現在市場の実務家はこの指標にほとんど注意を払っていない。日米間でその格差(日本の対外純資産額 米国の対外純負債額)が縮小あるいは消滅した訳では毛頭ない。実は、格差は年を逐って拡大し、1997年末実績では日本の純資産が1兆296億ドル、片や米国の純負債は1兆3,224億ドルに達している。日米間にはこれだけ膨大な対外経済力不均衡がありながら、ドル円為替レートはこの不均衡を解消させる方向(単純に言って円高)には動いていない。市場

で為替を売買する人たちが対外純資産(負債)残高に無関心であるからには、ドル円相場がその日米残高格差を解消するような変動をしないのも当然ではあるが、一時期には真理かと思われた理論が余り長く機能しないのがこの分野の真理なのである。

(15) 第15位 「インフレ」

インフレ即ち物価変動率であるが、設問では取って物価を消費者物価とか卸売物価工業製品卸売物価、貿易財卸売物価とか細分化しなかった。実務家がそこまでキメ細かく物価を為替相場決定要因としてフォローしているとは思えなかったからである。それにしても物価変動率と言ったら、これを日米間で比較した場合、まさに「購買力平価」の概念ではないか。ひょっとしたら設問が「インフレ」であるため、インフレが事実上消滅して「デフレ」が深刻な問題とされている現在、実務家の足許の関

6) 確かに1970年代の実績で確認できるドル円相場と日本の累積経常収支額の対応関係は説得力をもっていた。下のグラフで確認できる通りである。

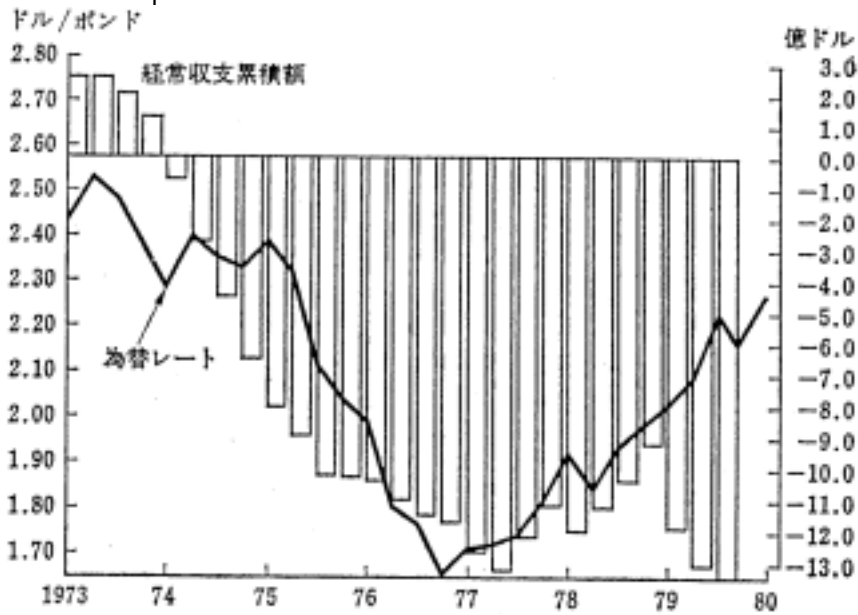


(資料) IFS.

(出所) 『財政金融統計月報』No.338, 7ページ。

なお英国と西ドイツについても、類似の相関関係が確認されていた。

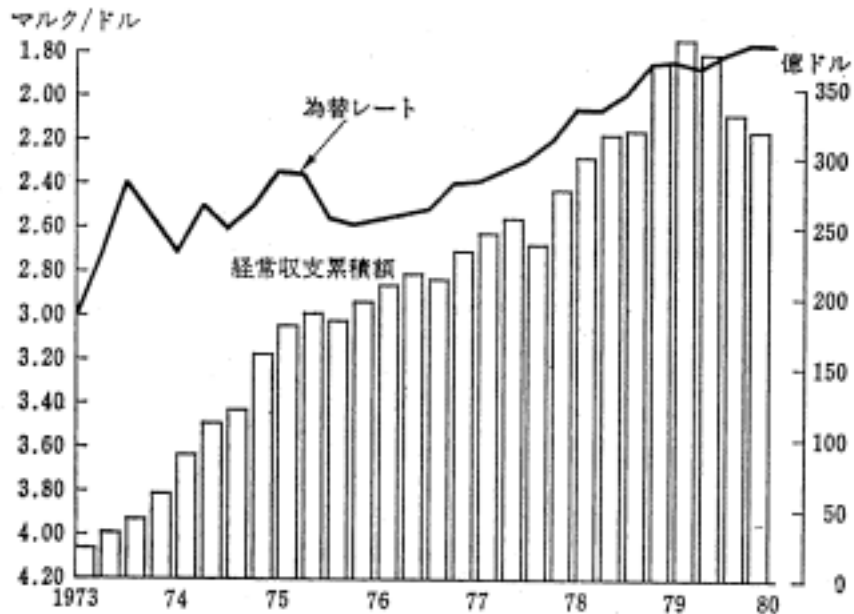
イギリスの経常収支累積額（1971年以来）と為替レ



(資料) IFS.

(出所) 『財政金融統計月報』No.338, 9 ページ。

西ドイツの経常収支累積額（1971年以来）と為替レート



(資料) IFS.

(出所) 『財政金融統計月報』No.338, 8 ページ。

前掲の3個の図は、村本孜『円相場10年のダイナミズム』<有斐閣選書>有斐閣、1984年（pp. 54 - 56）から引用した。

しかしながら他方では、累積経常収支額（対外純資産残高）の為替レート決定力に関しては、懐疑的ないし否定的な学者もあった。例えば小宮隆太郎教授などは、早くも1983年の著書（小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論[歴史・政策編]』日本経済新聞社、1983年、pp. 377 - 386）で、対外資産保有に伴

う為替リスクは資産の性格によりマチマチであること、及び対外純資産の構成を政府部門対民間部分あるいは長短ミスマッチによる流動性リスクの観点から再評価してみる必要があること、などの理由から、累積経常収支額（対外純資産残高）総額の平板な比較で為替レートへのインパクトを導こうとするのはナイーブ過ぎると論じている。小宮教授は更に1994年の著書『貿易黒字・赤字の経済学』（東洋経済新報社）でもこの所論を強調している（p. 230, 注61）。

なお経済企画庁は『平成5年版経済白書』の中で、ドル円為替レートの主要短期決定要因が内外実質金利差と累積経常収支であると論じる一方、1980年代以降において累積経常収支の影響力が弱まり逆に内外金利差の影響力が上昇したとの計測結果を示している。それは、日本の累積経常収支に伴うリスク・プレミアムの必要性を小さくし、それに伴う円高圧力を弱めることを意味している。（pp. 274 - 276）

心から離れてしまったということなのか。更に、われわれの取引対象は短期からせいぜい中期であるということもあろうが、「均衡為替レート」概念の中核にある購買力＝物価について東京市場のリーディングプレーヤーが最下位の優先順位しか与えていないのは、まことに痛烈な皮肉ではないか。

#### - 2 - 2 第2のグループ

同じく有力銀行の為替実務の専門家でありながら、別途アンケートを依頼した「中堅ディーラー」の人たちはかなり違った回答を寄せた。第1グループの「重鎮ディーラー」の人たちには（1人を除き）、筆者が直接出向いてインタビューを行ない、面と向かいながら聞き取りによる回答を記録していった。第2グループの場合は、質問用紙を手交して回答は原則として郵送して貰った。この方法の違いが回答結果の違いに反映したとは思えない。回答に違いが出たのは、年齢、経験、担当業務（管理職か最前線か）などの違いによるのではなからうか。第2グループによるドル円相場のトレンド決定要因のランク付けは以下の通りとなった。

##### (1) 第1位 「景気」

「景気」（「経済ファンダメンタルズ」あるいは「景況」とも表現できよう）が日米為替レート決定の最重要ファクターであるとの結果が寄せられた。11人中5人が第1順位に挙げた。設問では他に「金利」と「株価」を独立対象要因にしてあるが、これら3個の要因は相互にリンクしており完全に切り離しにくかったかもしれない。一部の人は実際そのようなコメントを付

していた。

##### (2) 第2位 「米国の政治・意向・政策」

「ニクソン・ショック」（1971年）、「カーターのドル防衛策」（1978年）、「レーガン／ポルカーのドル高容認」（1981～84年）の各局面を経験していない世代であるが、「プラザ合意」とルービン財務長官の「ドル高は国益」政策は体験してきている。第2順位であるが、米国の利害を映す政策の影響力は、第1順位の「景気」（これに次記第3、第4順位を連結してもよい）に準ずる重要性を市場のフロントは認めている。

##### (3) 第3位 「株価」

格段のコメントは不要であろう。「中堅」は「ベテラン」に比べると、株価が為替に及ぼす影響を格段に重く見ている。

##### (4) 第4位 「日本の金融システム不安」

日本の金融システム不安（銀行の不良債権問題）の消長は日本（とアジアの）景気・金利・株価の命運を握っている。日本経済が70年ぶりに初めて経験する事態で直近の経験則や理論は当て嵌まらないが、筆者は1997年以降の円安の進展の根源にあるものは「日本の金融システム不安」だと思っている。景気・金利・株価に反映するので、現象面ではこれら3要因とパラレルであり、この3要因は金融システム不安のバロメーターとも言えよう。その点、中堅ディーラー・グループの挙げた景気（1位）、株価（3位）、金利（5位）は金融システム不安の重要性を同時に間接的に主張したものと言えるかもしれない。

##### (5) 第5位 「金利」



- (6) 第6位 「協調介入」
- (7) 第7位 「アジアの通貨・金融・経済危機」
- (8) 第8位 「要人発言」
- (9) 第9位 「単独介入」
- (10) 第10位 「国内政治」

特に米国側の，と付記した人もあった。米国の政治・意向・政策が影響大であるだけに，その意思表示が重要視されるのも理解できる。

日本の金融システム不安（景気・金利・株価とも直結）解消策が政治主導で強力に進められるべき喫緊の要ある時だけに，市場は，かつては為替相場に中立（影響力ゼロ）だった国内政治を，今や当事者能力を疑うといったネガティブな意味（影響力マイナス）で問題にしているのであろう。

- (11) 第11位 「経常収支」

歴史的に，19世紀後半の「国際貸借説」以来，外国為替相場決定要因の筆頭に掲げられることの多かったのが経常収支であり，その一方，為替相場が経常収支を左右するという側面も持つ。実際「均衡為替レート」の概念も，経常収支の均衡と関連付けて論議されることも少なくなかった。その経常収支であるが，第一線の市場プレーヤーは，1998年現在，この要因でドル円相場が決まることはほとんど考えていない。その背景は，日米間に経常収支不均衡がないからでは毛頭ない。実のところ，1998年には，日本の経常黒字も米国の経常赤字も，従って日米経常収支格差も，史上最高を記録する公算が極めて大きいのである。因みに年央時点の見通しでは，日本の年間経常黒字額は約17兆円（GDP比3.3%程度），又米国の同赤字額は約2,000億ドル（同2.4%程度）となりそうである。1997～98年の円安は古典的な経常収支要因では全く説明がつかない。現場の実務家は機能しない因果法則には目もくれない。あるいは実務家が見向きもしないから機能しなくなったのか。

- (12) 第12位 「インフレ」

インフレそのものが姿を消したためであろう，物価変動を為替相場決定要因と考える実務

家は今や少ない。ただ同じ価格問題でも設問を「デフレ」としたら回答はあるいはかなり違っただろうか。

- (13) 第13位 「国際政治一般(米国を除く)」
- (14) 第14位 「欧州統一通貨ユーロ」
- 第15位 「対外純資産残高」

「欧州単一通貨」も「対外純資産」（累積経常収支）も，長期的には大変動を起こし得る要因と思われるのに，市場の実務家は現在のところいずれにも無関心である。

### - 2 - 3 第3のグループ

最後に第3のグループに移る。為替の実務家であり実務経験も15～35年と長い人たちがであるが，銀行以外に所属し厳密な意味では市場内の為替ディーラーではない。このグループから集めたデータは，集団が小さい（4人）ことやそれぞれの職種・属性もバラバラであることなどから，参考として取り上げてみたい。

- (1) 第1位 「金利」
- 第2位 「景気」
- 第3位 「米国の政治・意向・政策」
- 第3位（同率） 「日本の金融システム不安」
- 第5位 「協調介入」
- 第6位 「経常収支」

上位に掲げられたこれらの要因は，ドル円相場のトレンド決定要因としては極めてオーソドックスで古典的ですからある。意外性はない。「金利」と「景気」は表裏の関係にあるからこれを一括りにすると，中長期トレンド決定要因として「金利/景気」「米国を軸とした政治」「経常収支」の3要因（図らずも，筆者が長年主張してきたトレンド決定要因の3大“ロング・セラー”）があり，これに本来短期的性格ながらトレンド転換のキッカケになり得る「協調介入」と，アドホック（ad hoc）でありながら1997年以降ひょっとしたら最重要のドル円相場トレンド決定要因となっている「日本の金融システム不安」を組み合わせたものと整理してみることができる。

為替実務家と均衡為替レート

	ランキング	第1グループ	第2グループ	第3グループ
上位 セクター	第1位	米国の政治・意向・政策	景気	金利
	第2位	金利	米国の政治・意向・政策	景気
	第3位	協調介入	株価	米国の政治・意向・政策
準上位 セクター	第4位	経常収支	日本の金融システム不安	日本の金融システム不安
	第5位	日本の金融システム不安	金利	協調介入
	第6位	景気	協調介入	経常収支
中位 セクター	第7位	要人発言	アジアの通貨・金融・経済危機	要人発言
	第8位	単独介入	要人発言	アジアの通貨・金融・経済危機
	第9位	欧州単一通貨 ユーロ	単独介入	国際政治一般（除米国）
下位 セクター	第10位	国際政治一般（除米国）	国内政治	インフレ
	第11位	アジアの通貨・金融・経済危機	経常収支	国内政治
	第12位	株価	インフレ	株価
	第13位	国内政治	国際政治一般（除米国）	単独介入
	第14位	対外純資産残高	欧州単一通貨 ユーロ	対外純資産残高
	第15位	インフレ	対外純資産残高	欧州単一通貨 ユーロ

(2) 第7位 「要人発言」

第8位 「アジアの通貨・金融・経済危機」

第9位 「国際政治一般(米国を除く)」

いわば中位ランクのこれら要因は継続的にドル円相場のトレンドを左右するようなものではないと考えられている。「要人発言」は短期的であり、「アジア危機」はむしろ日本プロブレム(原因)の波及(結果)という側面が強い。又「米国を除く国際政治」要因は所詮二線級でかつスポット的ということであろう。

(3) 第10位 「インフレ」

第11位 「国内政治」

第12位 「株価」

第13位 「単独介入」

第13位(同率) 「対外純資産残高」

第15位 「欧州単一通貨ユーロ」

ドル円為替のトレンド形成にそれ程かわつ

ていないと判断された下位要因6個は、現在の為替市場環境からはすべて納得できるもので、特段のコメントは不要であろう。一言だけ述べれば、他のグループとも共通であるが、1日1兆5千億ドルを取引する為替市場では今、物価(購買力平価)動向と累積経常収支が為替レートのトレンドにほとんど影響していないという事実は、既往の経済学理論への痛烈な皮肉と言えまいか。短期と長期の違いだと簡単にかわし切れるものかどうか。

- 2 - 4 3グループ全体の総括

最後に、3グループ間の回答結果を横に並べて簡単な比較を試みた。それをまとめたのが上の表である。

(1) まとめ方の説明

まとめ方の技術的な点を2, 3註記しておく。

A. グループそれぞれが上位にランクした各6

要因を更に2分割して「上位」セクター(3要因)、「準上位」セクター(3要因)とした。理由は、為替市場の特色として、為替相場を変動させざる主要なファクターはある一時期だけを見ると数は多くなく、1つかせいぜい3つ程度までであること。従って、アンケートでは重要性の順位のみを要求したが、もしウェイト付けまで求めていたら、最上位の2個か3個の要因が圧倒的な重みを与えられていただろうと推定されるからである。

B. 対照的な理由で、下位6要因は相互の間で(例えば第11位と第14位を比較して)それ程意味のある差別がされているとは考え難い。

そこで下位ではそれ以上の細分化はしなかった。

C. 点数の集計上完全に「同率」同順位となっているものは、その要因に付けられた最高順位1つと最低順位1つを外して再計算し、強いて順位に差をつけた。

#### (2) グループ間の差は小さい

現在外国為替市場で直接市場参加者として為替売買業務に携わっている銀行の為替ディーラーと、その取引相手方として幾らか違った立場で外国為替業務に携わっている人たちの意見あるいは考え方をこうして一表に集約してみると、当初異種集団として扱った3つのグループの間に大きな考え方の違いは見られず、むしろその一致少なくとも近似に驚かされる。設問は、現時点において短期・中期のドル円相場トレンドを決定する要因を尋ねたものであった。従って、この場合には「他人の手の内」や「インサイダー情報」「風説」「本能的ディーリング」「勘」「流れに乗る」といった売買ではなく、むしろ思考、抽象理論研究を通した中期的・戦略的基準を質した積りであった。しかし結果としては、筆者が期待したグループ間の差別化・多様化はあまり見られなかった。(個人々々では両極端とも言えるような意見の差が間々見られたが、グループとして集計すると大きな差は残らなかった。)

要因のランキングで区分したセクター毎に確

認してみよう。

#### (3) 上位セクター

1~3位の上位セクター(一言で言って現在の“ザ・決定要因”)は、3グループが等しく挙げた「米国の政治・意向・政策」(1位, 2位, 3位)と2グループが挙げた「金利」(2位, 1位)器よび「景気」(1位, 2位)、この3要因に明快に集約できる。「金利」と「景気」を「景気(強弱)を背景とした金利(高低)」とでも統合したら、それと「米国の政治……」との2大要因としてよいかもしい。1998年7月, 8月現在の市場は、先ずこの2つの要因を注視・分析し、これを基に相場を予想して短・中期の為替を売買している。

4~6位の準上位セクターに移ろう。3グループ共に挙げたのは「日本の金融システム不安」(5位, 4位, 4位)。しかし「協調介入」も、上位セクターでの得点(3位)を加えれば満票(あとは6位, 5位)であり、劣らない。他には2グループが「経常収支」を挙げている(4位, 6位)。

ここまでを総括してみると、現在市場が考えているドル円相場の短・中期トレンドの主要決定要因は、先ず何よりも「米国の政治・意向・政策」と「景気/金利」であり、次いで「日本の金融システム不安」と「協調介入」が意識されている。その一方長期的スパンでドル円相場のトレンドを見ようとしたら、やはり経常収支も忘れることはできないという自戒のニュアンスも窺うことができる。

#### (4) 下位セクター

10位~15位の下位セクターに飛ぶと、この表は、少なくとも現状においてはドル円相場の趨勢を左右する力を持たない要因のリストと言ってよい。最も無力と判定された最低順位から取り上げてゆくと、先ず最下位の「対外純資産残高」(14位, 15位, 14位)である。累積経常収支額にほぼ相当する。近年ほとんど定説ともなっていたアセット・アプローチの為替相場決定論とはどうりコンサイルできるものなのか。これに次ぐ低順位要因は「インフレ」(15位, 12位,

10位)である。インフレとは物価変動率のことであり、購買力とは表裏のものである。G・カッセルの購買力平價説を持ち出すまでもなく、物価は多くの経済学者によって為替レート決定の最有力要因と論ぜられ、又2国間の均衡為替レートは当該国間のある種の物価変動を正確に反映した状態などと論じられてもきた。確かに現在はインフレが主要先進国からほとんど姿を消してしまっている。そのせいかもしれないが、現実の為替市場で為替レートのトレンドを見通すのに物価に注目しようとする実務家は今ほとんどいない。それでも経済学は、現状は異常で長続きせず、やがては物価が為替レートを決定する常態に戻るのだとか、長期均衡レートはやはり物価を基準に考えるべきだと、理論的に主張できるのだろうか。

下位セクターで他に満票(13位,10位,11位)を得たのは「国内政治」であった。ドル円相場を左右する度合いにおいて、米国側の政治要因とは対照的に、日本側の純粋に政治的な要因は歴史上ドル円相場の基調を動かしたことは

皆無だった。従って筆者には納得のいく市場の判定である。しかし1997年頃から、特に金融システム不安とデフレ不況が加速を見せ、近隣アジア諸国を巻き込むようになったため、外から日本の政治・行政への風当たりが強まってきている。今後はネガティブな意味で、ドル円レートへの影響力を強めるかもしれない。

これらに次ぐ下位セクター要因としては、「欧州単一通貨ユーロ」(9位,14位,15位)と「国際政治一般(米国を除く)」(10位,13位,9位)と「株価」(12位,12位)があった。ユーロは将来国際通貨制度に大きな地殻変動をもたらすと予想されているが、現状では実務家はまだ現実の売買判断に取り入れる要素とは考えていない。国際政治についても、米国抜きでは、そのインパクトは限定的なものとならざるを得まい。最後に「株価」をドル円相場のトレンド決定要因と考えるのには無理があるのであろう。むしろ株価がドル円相場によって動かされている側面の方が大きい。米国の株価を設問に明示したら評価は変わったかもしれない。

## ・その他若干の関連事項

### - 1 「効率的市場」は成立しているか

アンケートの設問のひとつとして実務家の受け止め方を確かめてみた。

効率的市場とは、現実の市場価格が、予測し得るすべての条件をすでに反映しているような高度に組織化された市場のことであり、もしこのような市場が地上に存在するとしたら、グローバルな外国為替市場が最もそれに近いので

はないかといわれている。しかし仮に外国為替市場が完全に近い効率的市場であるとする、現在の為替相場は常に最善の将来予想を織り込んでしまった相場であるから、意味のある為替相場予想は誰もできないことになる。<sup>7)</sup>これは日夜身を削って将来の予想に取り組んでいる為替ディーラーにとっては、到底受け入れられない理論(仮説)であるに違いない。その一方、

7) 以下は伊藤元重東京大学教授からの引用である。「経済学に効率的市場仮説という考え方がある。それによると為替レートの将来の動きを予想することは不可能なのである。(中略)仮に円安の動きが予想されれば、すぐにも円をドルに交換しようとするだろう。しかし皆がそれをしたら、将来円安になるはずだった為替レートが、いま円安になってしまう。

つまり、市場が予想を織り込んでしまうのだ。(中略)他の人々の予想を出し抜いて不正確でも為替レートが予想できるなんてことはあり得ない。(中略)今後この為替レート水準がどちらに動くかは、神のみぞ知るところである。」(1997年2月12日付、日本経済新聞「経済教室」)

何となく理屈が通っているような感じもする。  
為替実務家たちはどう答えたか。

単純にYES又はNOに丸印を付けて回答して貰ったのであるが、表面的には(意外にも)YESとNOほぼ半々に分かれた。22人中、「どちらとも言えない」「YES&NO」といった回答3件を除くと、YES 10名、NOが9名であった。しかしほとんどの回答には回答者の注釈が付記されており、結果を荒っぽく言えば、両者は実質的にそれ程異なっていない。YESは「不完全ながら成立している」、NOは「完全には成立していない」程度の差であろうか。注釈の表現に多様性があって興味を誘う。「情報の質がさまざま(公表、噂、ロイター、米専門会社の高価な有料情報など)」、「情報を解釈・理解する個々人の能力・文化・環境による差」、「当然一律でないマチマチの反応(オーバーシュート、アンダーシュート)」、「各市場参加者の<流動性>による制約」、「タイムラグ」、「70%程度」など多くの指摘がなされていた。要するに、実務家で効率的市場が完全に成立していると考えている人はいない。

## - 2 日米の「累積経常収支」格差

累積経常収支 かつては最重要の日米為替相場決定要因と考えられていたマクロ要因である。アセット・アプローチの対外純資産(負債)残高にも相当する。

しかし前節で確認した通り、実務家は現在のところ、中期的決定要因としてはほとんど関心をもっていない。そこでアンケートでは、長期・超長期で見た場合にはこの要因を極めて重要と考えるか、という質問もしてみた。

ほとんどアラミングともいえる現在の累積経常収支(言うまでもなく日本の黒字、米国の赤字)規模や、その増加要因となる今年の経常収支見通しなども示して(いささか誘導尋問めいた聞き方をして)みたが、実務家は総じて敏感な反応をしなかった。現在時点としては、やはり無関心である。

確かに過半の回答者は、観念的に、いつか大

きなキッカケが出た時に、激しいドル安・円高要因として表面化するだろうと答えた。しかしニュアンスとしては、かなり先にかなり重大な変化が起きた場合のみを前提としている。具体的には、「日米金利差の縮小」、「米国のファンダメンタルズ 景気あるいは株価 が大きく崩れた時」、「日本の景気が構造問題を克服し健全な循環に戻ったら」などの他、「ドルが基軸通貨の座を脅かされ始めたら」とか「防衛力の差、地政学的優劣、将来の技術力格差とも絡む」といった次元の条件までを考えている。

## - 3 経済学者との交流

同じ外国為替を取り扱う2種類の専門家は学者と実務家である。この両陣営間の交流(のなさ)を確認するための質問を2, 3してみた。国際金融・外国為替の分野にかかわっている経済学者(エコノミストといわれる職種の人も含め)との定期的又不定期の意見交換の機会をもっているか、との質問に対しては、

YES 3人(但しこの中の1人は自身が市場エコノミスト)

NO 19人

との回答を得た。YESと回答した人は、前節の組分けに従うと、第1グループ7人中2人と第3グループ4人の中の1人で、第2グループの第一線ディーラー11人の中からはゼロであった。

ついでに、このような専門の学者(「エコノミスト」や実務家は除き)により書かれたこの分野の代表的・基礎的な著書(発行年は1980年から1998年にわたる)を計18冊<sup>8)</sup>挙げて、部分的にしろ読まれたものに印をつけて貰った。読まれた本の1人当たり単純平均冊数を出してみると、

第1グループ 1人平均 3.4冊

第2, 3グループ " 1.2冊

という結果になった。第1グループ(重鎮ディーラー)は相対的に「さすが」である。しかし実務家全体(平均1.9冊)としては、筆者のいわゆる「交換なき分業」がしっかりと根付いていると言わざるを得ない。

- 4 『フィナンシャル・レビュー』  
 外国為替業務に携わっている実務家がどの程度『フィナンシャル・レビュー』に親しんでいるか。参考までに質問した。結果は、

YES (1度でも読んだことがある) 3人  
 NO (今まで目を通したことは1度もない) 19人  
 となった。ここでも、分業はあるが交換がない。

## . おわりに

本論文は、本来は、特集テーマである「均衡為替レート」について、筆者が実務家の視点で正面から論ずる予定のものであった。ところが実務家として考えれば考える程、「均衡為替レート」は捉えにくい存在に変わってゆき、遂にそのようなものは実在しないのではないかという判断に大きく傾いた。

実務家にとって、為替レートとは為替という自由変動相場商品の価格に他ならない。そのような自由商品の価格は市場で売買取引が成立する毎に生み出される。その瞬間にその価格でその商品の需要と供給がピタリと均衡したのだから、このような現実の市場価格の一本一本がそれぞれの均衡価格であり、それと切り離された別個の「均衡レート」がどこかに(実務家の知らないところに)潜んでいるということがどうしても実感できない。又「均衡レート」は必然的に長期(3~10年?)の概念だといわれる。為替ディーラーの標準的な取引対象時間は、数秒、数分、数時間、数日間。最長せいぜい1ヶ月だろうか。数年という時間は無縁の世界である。自由変動相場商品として為替と同類項とってよい原油や株式にも「均衡原油価格」や

「均衡株式価格」が経済学的に存在するのだろうか。やはり市場での需給で決まった価格をその時その時の「均衡価格」として受け入れているのではないだろうか。

この「均衡為替レート」論文も筆者は実務家の目線で押し通すこととした。そうすると実務家は、長期的・理論的アンカーを持たないので、一体何を基準・目標として(超短期、短期、中期)将来レートを予想し、現在の為替売買=為替ポジション作りを行なうのか、が基本的な命題となってくる。言い直せば、実務家が何を超短期、短・中期の為替レート決定要因と考えているかを特定することである。

筆者は、正確を期するため又客観性を担保するため、為替市場で日々外国為替売買業務に携わっている人たちから、ヒヤリングあるいはアンケートの形で、改めて意見を直接聞くこととした。本論文の中核部分ともいべきドル円相場決定要因の特定については、このヒヤリングとアンケートの結果を活用している。為替相場決定要因は時代・局面と共にかかなり激しく移り変わるものであるが、本論文では現在時点における要因に焦点を絞った。予想した以上に意見

8) 参考までに、18冊の中から無差別に数冊を選びそのタイトルのみ記してみる。

- 『現代国際金融論』
- 『通論 国際経済』
- 『国際収支不均衡下の金融政策』
- 『国際金融の現状』
- 『円高の経済学』
- 『為替レートと日本経済』
- 『ドルと円』
- 『通貨政策の経済学』

の一致がみられ、明快な要因の特定ができたと思う。やはりというべきか、超長期と中期の違いもあるが、理論経済学の定説とは衝撃的ともいえる程逆の結果が出た。理論の寵児であった筈の累積経常収支や購買力平価が(15個の選択肢の中で)最下位とその次にランクされてしまったのである。トップとされた要因は米国の政治意思であった。

筆者は随分前から、この外国為替の分野で、学者と実務家がそれぞれその専門家として、材料や研究や発見や疑問を相互に分かち合い共有財産にしてゆく努力をほとんどして来なかったのを、不思議とも不本意とも思い続けてきた。従って本論文を書きながらもつい思いが募って、アダム・スミスの『国富論』(分業と交換)を引き合いに出したり、1度2度ならずわれわれ2種類の専門家の関係を「交換なき分業」と自虐的に書いたりした。とにかく、例えてみれば学者は理論の生産者、実務家は理論の消費者(ユーザー)ともいえよう。適切なマーケティング活動により両者の間に流通が始まる日が早

いことを願う<sup>9)</sup>。

なお些細なことかもしれないが、一部の用語について、市場人として慣れ親しんだ用語をそのまま使ったところがある。ひとつは「(為替)レート」を「(為替)相場」としたことである。ただ特に統一はせず、「レート」と「相場」は混在している。もうひとつは「円ドル・レート(相場)」とせず「ドル円レート(相場)」としたことで、これは例外なくそうした。市場では世界を通して確立された呼称だからである。又「鞘寄せ」などという用語も使った(「回帰」とか「収斂」というべきであったか?)。学者と実務家の交流が始まったら、こんなことも議論し合って統一できないものか相談したらよい。

終りに、22名の実務家の方たちに改めて心から感謝申し上げる。実に多くの貴重なご意見や知識を頂き、それらを基にこの論文はできた。事実上は全員による共著である。とはいえ、本論文の瑕疵・過誤その他本論文に対するあらゆる批判は全て筆者一人の責任に帰せられるべきことは言うまでもない。

## 参 考 文 献

- 大海宏(1983)「書評：小宮隆太郎・須田美矢子著『現代国際金融論』 大いなる啓発と挑発の書」, 『週刊東洋経済』9月24日号, pp. 64 - 65
- アダム・スミス(水田洋訳)(1965)『国富論』(「世界の大思想」第14巻)河出書房
- 大海宏(1983)「円相場は235円軸に小浮動続く “新” 購買力平価で測る私の実戦的予測法」, 『週刊東洋経済』7月2日号, pp. 46 - 50
- ロナルド・マッキノン, 大野健一(1998)『ドルと円』, 日本経済新聞社
- 大海宏(1983)『実戦為替レート予測<為替需給・チャート分析アプローチ>』日本経済新聞社
- 村本孜(1984)『円相場10年のダイナミズム』(有斐閣選書), 有斐閣
- 小宮隆太郎・須田美矢子(1983)『現代国際金融論[歴史・政策編]』, 日本経済新聞社
- 小宮隆太郎(1994)『貿易黒字・赤字の経済

9) 理論経済学者と為替実務家間の交流について、筆者自身のわずかな経験といえ、1980年代の初め(当時は筆者は銀行の為替ディーラーだった)、ある雑誌社の企画で、天野明弘教授(当時神戸大学)と為替相場予測手法の意見交換とディベートを数ヶ月おきに数回行なったことがある。内容の要約は、都度その雑誌に「計量派VS実務派」のシリーズとして公表された。第1回の記事タイトルは「為替相場予測の手の内公開」、第2回は「<円高騰>説と<4月円安転換>説が大激突」、第3回は「円安傾向は短期に転換せず」などとなっていた。

- 学』，東洋経済新報社  
経済企画庁編(1993)『平成5年版経済白書』，  
pp. 274 - 276  
伊藤元重(1997)「1ドル120円は円安ではない」(経済教室)，『日本経済新聞』2月12日  
大海宏(1986)「米国が日本に発動した為替武器戦略」，『週刊エコノミスト』6月23日  
天野明弘，大海宏(1981)「計量派VS実務家 為替相場予測の手の内公開」，『週刊東洋経済』10月1日号，pp. 24 - 31  
天野明弘，大海宏(1982)「計量派VS実務家 実戦為替相場予測第2弾，<円高騰>説と<4月円安転換>説が大激突」，『週刊東洋経済』2月18日号，pp. 134 - 141  
天野明弘，大海宏(1982)「計量派VS実務家 実戦為替相場予測第3弾，円安傾向は短期に転換せず」，『週刊東洋経済』(近経シリーズ No.62) 7月28日号，pp. 108 - 115