

2000年代の金融危機と外国為替相場の変動 ——日本円と韓国ウォン相場の非対称性を中心に——

龍谷大学 竹中 正治

(公益財団法人)国際通貨研究所 佐久間浩司

本論文は米国を震源地とする金融危機を挟んだ2005年1月から13年3月の期間を対象に、米ドル以外の通貨、すなわち非基軸通貨サイドの事情にもスポットを当て、為替相場の短期・中期的変動の要因と特徴を明らかにすることを試みたものである。とりわけ、ドル円とドルウォン相場の非対称な変動とその要因の実証的な解明を試みた。

2008年の米国を震源地とする金融危機の深刻化に伴い、円相場は米ドルを含むほとんど全ての通貨に対して急騰し、円高基調は2012年暮れまで持続した。この円高の反対側には韓国ウォンの対円相場の下落と安値持続があり、危機から2012年までの世界景気回復過程での両国の回復度合いに目立った違いをもたらす原因のひとつとなった。

回帰分析の結果、当該時期の実質ドル円相場、並びに実質ドルウォン相場の変動は、米国との実質金利格差、リスク・プレミアムの2要因によって60%以上の説明が可能であることがわかった。ただし両通貨の相場の上記2要因に対する感応度は二重の意味で非対称的であることが明らかになった。

第1にリスク・プレミアムに対する感応度はドル円とドルウォンでは正反対である。第2にドル円相場では実質金利格差に対する感応度が対象全期間を通じて高く、一方ドルウォン相場はリスク・プレミアムに対する感応度が圧倒的だった。

こうした両通貨相場の変動要因の非対称性の背後には、①両国の対外資産・負債がジションの相違、②先物為替取引などを中心としたオフバランス取引による大規模なキャリートレードの対象となる条件の有無が指摘できる。

またドル円相場について、リーマンショック後2012年暮れまで円高基調が継続した主因は、日米の短期金利がほぼゼロ近傍に張り付いたまま、日本の企業物価指数に見られる物価の下落が米国に比較して著しく、そのため実質金利格差要因が円高・ドル安方向に持続したことが主因だと推計された。

こうした円高基調は、アベノミクスと黒田日銀総裁下での「かつてない大胆な金融緩和」によってデフレ脱却→マイルド・インフレへの転換期待が醸成されるに至り終焉し、円安方向への急激なシフトが生じた。ただし、1ドル=100円台前半の名目相場は、回帰分析で得られた推計値に基づいて推計する限り、日本の企業物価指数で前年比7~8%、消費者物価指数で2%程度の変化を先取りして織り込んでいる可能性が高い。

その意味では、米国の名目金利やインフレ率など他の事情が大きく変わらない限り、日銀が2015年春までに目標とするインフレ率の実現可能性について期待が後退する場合には、円高への揺れ戻しが起こり得るだろう。