

# 第1章 為替レートの決定理論

毎日のニュース報道からわかるように、変動相場制を採用する日本で為替レートは時々刻々と変化しています。年初に88円前後でスタートした為替レートは、ここ数日（2013年4月9日現在）100円台を伺う勢いを見せており、わずか3ヵ月で10円以上も円安・ドル高の方向へと変化しています。この章では、為替レートの水準がどのように決定されるのか、あるいは同じことですが、為替レートの水準がどのような要因に影響されるのかを考察します。

ところで、私達日本人から見て「為替レート」は円とドルの間のレートだけではありません。1ユーロが何円に相当するかというユーロとの間のレートも重要です。もちろん、中国の通貨である元との間の交換レートも注視する必要があります。しかし、ここでは為替レートの代表としてドルの為替レートのみ注目して説明していきます。これ以降は、「為替レート」と一般的な呼び方をしている時でもドルと円の為替レート（1ドルあたり〇ドル）を念頭に置いて考えて下さい。

## 1.1 ドルの需要と供給

為替レートとは**ドルという通貨の価格**です。したがって、生鮮食品の価格がその需要と供給の相対的關係によって決まるように、為替レートもドルに対する需要と供給によって決定されます。すなわち、需要が供給を上回るような事態が発生すれば為替レートは上昇（円は**減価**）し、供給が需要を上回るような場合には低下（円は**増価**）します。では、ドルに対する需要・供給とはそもそもどのような理由で生ずるのでしょうか。言い換えれば、人々はどのような時にドルを購入する必要にかられ、またドルを売却する必要にかられるのでしょうか。

私達がアメリカから製品・サービスを輸入する場合、支払いはドルによって行うのが普通です。したがって、アメリカから製品・サービスを購入したいと考えるとき、同額のドルへの需要が生じることになります。一方、私達が製品・サービスをアメリカに輸出する場合、多くの場合支払いをドルで受けますが、日本の輸出会社はドルを保有していても仕方がないので、ドルを売って円を入手しようとします。したがって、アメリカへの輸出に伴って同額のドルの供給が生じることになります。こう考えると、「輸入が急増（急減）する場合にドルへの需要が急増（急減）して為替レートは上昇（低下）し、輸出が急増（急減）する場合にドルの供給が急増（急減）し為替レートは低下（上昇）する」と言えそうです。しかし、ドルに対する需要・供給を生じさせるのは製品・サービスの輸出入だけではありません。

私達が**ドル建の資産**を購入する場合を考えてみましょう。ドル建の資産とは、借入額・返済額等が全てドルで表示された借用書のことです。たとえば、「10,000ドルをお借りしました。1年後に10,500ドルを返済します」という借用書です。借用書の発行者が企業ならば「社債」、政府部門ならば「公債」、銀行部門ならば「預金」と呼ばれることになります。一般的には、アメリカの企業・政府・銀行はドル資金を必要としているので、ド

ルで契約された借入書を発行することになります<sup>1</sup>。ところで、私達日本人がドル建資産を購入しよう（アメリカ企業・アメリカ政府にお金を貸そう）と思ったら、外国為替市場でドルを調達しなければなりません。したがって、**ドル建資産への需要は同額のドルへの需要を生み出す**のです。

では、ドルの供給はどこから生まれてくるのでしょうか。今、何らかの理由で即座に円建の資産の保有を増やしたい場合を考えてみましょう。ここで重要なのは、円建資産を買うということが、同時にドル建資産を売却することを意味するという点です。この点を図 1.1 で確認しましょう。図の上段のように、現時点であなたに 400 万円の資産残高があり、その中身は 200 万円ずつの円建資産とドル建資産で構成されているとします<sup>2</sup>。ここで円建資産を購入すると、円建資産が増加するように思えます。しかし、その購入代金を円現金で支払うと、この円現金自体があなたの保有している円建資産の一部ですから、同額の円建資産が減ることになります。結果として、円建資産を増やすことはできていません<sup>3</sup>。

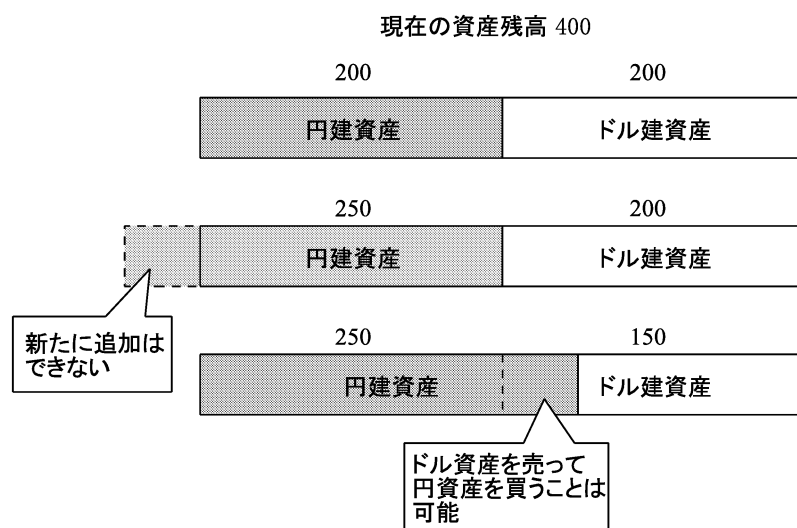


図 1.1: 資産構成の変化

円建資産の保有を増やすためには、保有している**ドル建資産**の一部を売却し、その代金で円建資産を購入する必要があります。そうすれば、円建資産の保有量を増やすことができますが、同時に同額のドル建資産の保有量を減らすことになります。このように、円建資産の保有を増やすということは、同額のドル建資産を売却することを意味します。ところで、ドル建資産を売却して得られるのはドルですから、円建資産を購入するためにはこれを円に換える、すなわちドルを売却する必要があります。したがって、**円建資産への需要は同額のドル供給を生み出す**のです。

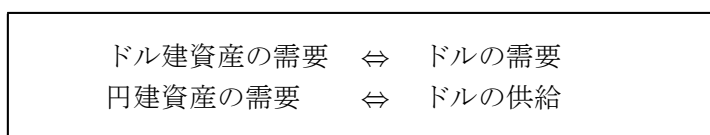
このように、短期的には**一定の資産残高**における円建/ドル建資産の比率を変えることは可能ですが、資産残高に追加するような形で円建/ドル建資産を増やすことはできないのです<sup>4</sup>。

<sup>1</sup>たとえ米国企業であっても、日本に支店を持つ場合には日本国内での営業に際して円資金を必要とする場合もあるでしょう。このような場合、米国企業が円建の借入書を発行することになります。同様に、米国に支店を持つ日本企業がドル建の借入書を発行する場合があります。

<sup>2</sup>厳密には、ドル建資産については現時点の為替レートで円に換算した場合に 200 万円になるということです。

<sup>3</sup>円現金は日本銀行が発行する借入書であることに注意しましょう。

<sup>4</sup>一定の時間を経るならば、資産残高そのものを増やすことは可能です。一定期間働いて所得を稼ぎ、そ



以上をまとめれば、ドル建資産の需要が増加する場合にドルへの需要が増加して為替レートが上昇し、円建資産の需要が増加する場合にドルの供給が増加して為替レートが低下することになります。

さて、以上の話から、製品・サービスの輸出入に伴うドルの需給とドル建および円建資産の購入に伴うドルの需給とが為替レートを決定する、と言えそうです。しかし、それは現実の一次近似として正しくありません。なぜなら、前者と後者では取引されるドルの額が大きく異なります。すなわち、実際には製品・サービスの輸出入額をはるかに上回る潜在的な資産の需給が存在しており、ドル需給の大部分は資産の売買に起因するもので占められているのです。これは、後者がこれまで蓄積してきたもの（＝ストック）の取引であるため、すでに大量に存在しており、即座に大量の売り注文・買い注文を出すことが可能だからです。したがって、資産については短期間で大規模な需給量の変化が起こり得るのです。一方で、製品・サービスについては、即座に供給量を数十倍にするようなことは不可能ですし、購入量を数十倍に増やすような行動もあまり意味がありません。したがって、製品・サービスの取引に起因するドル需給が、短期的に大きく変化することは考えにくいのです。以上から、ドル需給の**短期的変動**はドル建資産と円建資産の需給変動によって支配され、為替レートはドル建および円建資産の需給変動によって決定されると言っても、近似としては悪くないでしょう。

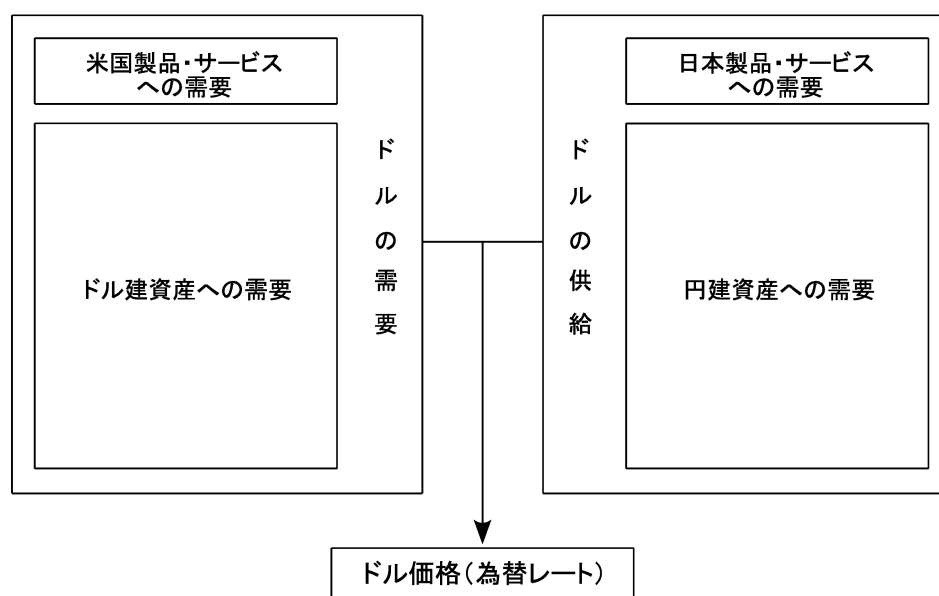


図 1.2: ドルの需要と供給

ドルの需要の背後にはドル建資産の需要が、ドルの供給の背後には円建資産の需要が存在し、その相対的關係が円＝ドル・レートを決めるとするならば、そもそもドル建資産・円建資産の需要はどのような要因に影響されるのでしょうか。

の一部を使わずに誰かに貸すならば、円建ドル建資産を既存の資産に追加できます。

## 1.2 為替レートの決定：金利平価

### 1.2.1 資産の「望ましさ」

前節で見たとおり、短期的には個人の保有する資産残高は固定されており、円建資産やドル建資産を資産残高に追加することはできません。私達にできるのは、すでにある資産残高におけるドル建資産と円建資産の構成を変えることだけです。したがって、何らかの理由でこの構成を変化させたいと考えたとき、ドル建資産や円建資産への需要が発生し、それに伴ってドルの需要・供給が発生することになります。では、私達はどのようなときに資産の内訳の変化を企図するのでしょうか。それは、ドル建資産と円建資産の間で「望ましさ」に差が生ずる場合でしょう。たとえば、ドル建資産の「望ましさ」が高まるようなことがあれば、多くの人はい図 1.3 (A) のようにドル建資産の比率を増やしたいと考えるでしょう（そして、付随的にドル需要が発生する）。逆に、円建資産の「望ましさ」が高まれば（図 1.3 (B)）、円建資産の比率を増やそうとするはず（そしてドルを売却しようとする）。では、私達がドル建資産・円建資産の「望ましさ」を評価するときの「基準」は何でしょうか。

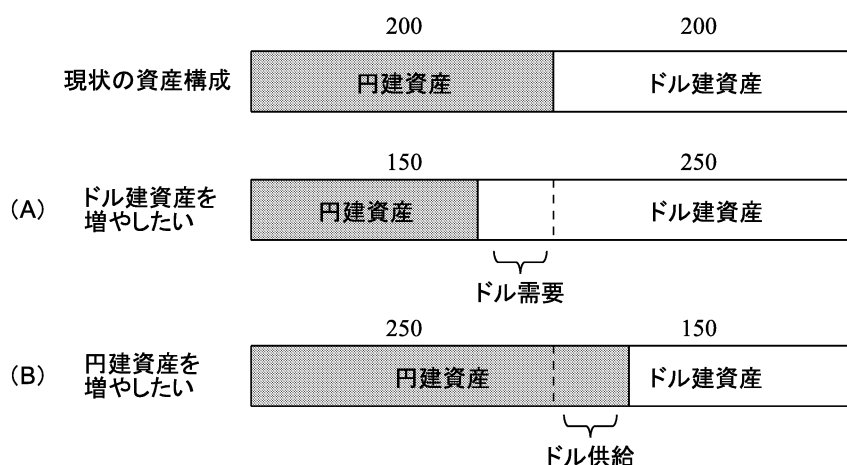


図 1.3: ドル建資産・円建資産の需要

誰もが最初に思いつくのは、それぞれの資産がもたらす**収益**の大きさでしょう。一般に、資産は収益をもたらしてくれます。たとえば、あなたは10万円を1年間誰かに貸して「借用書」という資産を入手すれば、貸した額（**元本**）の返済に加えていくらかの報酬を約束されます。この報酬は、あなたが1年間その10万円を使うことを我慢してくれたことに対して借手が支払う報酬であり、**利子**と呼ばれます。資産残高は限られているのですから、高い収益をもたらすと予想される資産の比率を増やしたいと考えるのは合理的です。以下、まず**利子率**について簡単に説明し、次に日本人がドル建資産を持つ場合の利子率の問題点について考えて行きます。

### 1.2.2 資産の利子率

さて、今日の前に3人の借手がいたとします。Aさんは「500円の利子を払うから2万円貸して欲しい」と、Bさんは「800円の利子を払うから4万円貸して欲しい」と、そしてCさんは「1万5千円貸して欲すれば300円の利子を払う」と言っています。もっと