

2020年8月5日

横谷 宏史

ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
マネージング・ディレクター

ドル円レートの見方と投資戦略

ドル円は7月末時点で1ドル = 105.83円程度で推移しています。図表1でここ3年の動きを見ると、ドル円はほぼ105円から115円のレンジ内推移となっており、コロナショック下で一時101円台をつける場面もありましたが、週末値で見た週次ベースで、1ドル = 105円を割り込むことはありませんでした。

為替レートの決定要因は古くから、図表2に見られる通り様々な考え方があるものの、決定的な理論は存在しません。長期的には購買力平価（PPP）に収斂していくという考え方は有力ですが、短中期的には決定的な要因とは言い切れません。ドル円では、古くはプラザ合意以降の円高、第1次クリントン政権下での日米貿易摩擦を背景とした円高、など通貨政策が相場に大きく影響を及ぼしたケースがありました。

（図表1）ドル円レート（週次）の推移



2020年7月31日まで（出所）ブルームバーグ

また高金利通貨が低金利通貨を安定的にアウトパフォームするといういわゆる「フォワードレート・バイアス」が観察された時期もありました。しかしながら近年では、短中期的な方向性は2国間の金融政策の方向性により反応しやすいという考え方が有力で、こと円に関して言えば、市場混乱時に逃避通貨として買われて円高が進みやすい、という顕著な傾向が見られました。

（図表2）主な為替レート決定理論

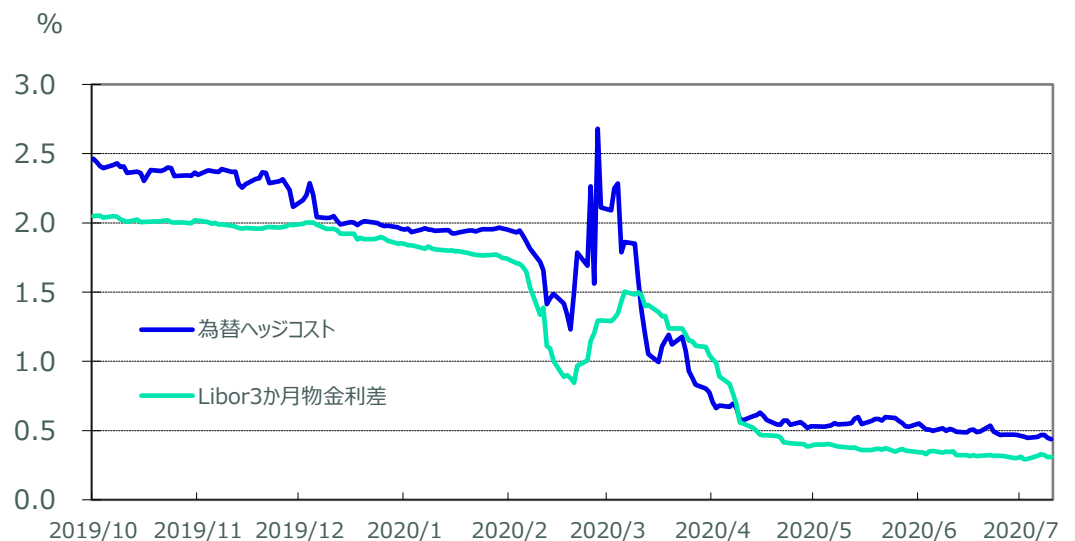
為替レート決定理論	内容
購買力平価	<ul style="list-style-type: none"> （特に長期的で）為替レートは当該2国間の購買力（物価水準）の比率によって決まる ビッグマック指数やスターバックス・ツールラテ指数など
金利パリティ	<ul style="list-style-type: none"> （特に短期で）為替レートは当該2国の短期金利水準によって決まる
フロー・アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> 為替レートは当該2国間の経常収支、資本収支、為替介入等のフローによって決まる ただし実証的有効性が低い
マネタリー・アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> 為替レートは貨幣の需給が均衡するところで決まる ただし実証的有効性が低い
ポートフォリオ・バランス・アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> マネタリー・アプローチの修正版 投資家が外貨建て金融資産を保有すると、為替レートの変動によりリスクプレミアム（損益）が生じるため、投資家はこうしたリスクプレミアムなどを考慮した上で最適なポートフォリオ（資産選択）の組合せを作ることから、為替レートはその際のパラメータとなり、貨幣・資産市場で需給が均衡するように決定される ただし実証的有効性が低い

（出所）筆者作成

為替市場は次の材料を模索する展開になりそうですが、筆者は市場で、各国の経常収支に注目が高まりつつあると感じています。コロナ対応のために各国は軒並み財政支出を増やし、財政赤字拡大方向に動いています。これまでの為替市場は、財政拡大をどちらかという通貨高要因としてとらえてきました。マンデル・フレミングの定理でいえば、財政拡大は金利上昇を通じて通貨高要因となり、2016年にトランプ米大統領が当選した直後のドル高円安はその典型的な動きでした。一方で足下は財政拡大が国債発行増懸念を招く一方、米国で事実上のYCC導入が取りざたされるなど金利が上昇しにくい状況にあります。こうした中では、国のISバランスに着目して「財政拡大 = 政府部門の投資増加」が「海外部門の貯蓄増加 = 経常収支の悪化」でバランスされるという側面から、通貨安要因とする考え方がより有力になります。

このように為替市場において、従来に代わる変動要因が注目され始めている点には注意が必要です。筆者もドル円は当面レンジ推移の可能性が高いと見ていますが、投資戦略としては米ドル建て資産への投資はなるべく為替ヘッジで行うことを推奨しています。資産運用フォーカス4月21日号「ヘッジ外債に好機到来か」でドル円の為替ヘッジコスト低下の可能性を示唆しましたが、**図表3**に見られるように、ドル円の為替ヘッジコストは実際コロナショック前を下回る水準で安定しています。この水準であれば、米ドル円の為替ヘッジはリスクリターン観点から十分実践に値する投資戦略であると筆者は考えています。

(図表3) ドル円の為替ヘッジコストと日米短期金利差 (Libor3ヶ月物)



2019年10月から2020年7月31日まで
(出所) ブルームバーグのデータから筆者推計

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年8月5日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年8月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3186599.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 11/30/2020