

# market:update

~Metzler Weekly Market Update~

2021年9月6日

## より精度の高い為替予測モデルが可能に

### そもそも通貨とは何か

通貨の起源は信用にあります。すなわち、誰かに「借りを作る」ということは、原理的にはすでにある種のお金なのです。「恩を売った」相手は、次の機会に「借りを返してくれる」ことを頼みすることができます。この例は「お金を不可欠なものはないか」を示しています。それは「信頼」です。面識のある人同士の場合には、この信頼は返報性の原理（相手からしてもらったことに対し、「お返し」をしなればと感じる心理で、大和田常務に言わせれば「施されたら施し返す、恩返しです！」）を基盤としています。しかし、より大きな不特定多数の場合には、この「信頼」が制度化されて、グループ内や地域内で通貨が通用するようにならなければなりません。

商品やサービスを印刷された紙幣や銀行振り込みと交換したいと人々が思うのは、「そのお金は将来的に他のすべての経済主体によって、商品やサービスと交換してもらえる」という期待がある場合だけです。通貨は紙切れやコンピュータ内のデジタル・データにすぎませんが、この性質によって交換機能が付与されているわけです。

通貨の交換機能は、通貨の価値の安定性と密接な関係にあります。1920年代初頭のドイツのハイパーインフレの時代には、1日のインフレ率が数千%にも達しました。そのため、通貨はわずか数時間で劇的に価値を失い、その結果、すぐにまた使われてしまい、それによってさらにインフレが進むという悪循環となり、最終的には通貨は無用の長物となってしまいました。すなわち、通貨は全く通用しないものとなったため、通貨の代わりにタバコなどが使われるようになったのです。

### 通貨は信頼がすべて

通貨が不換紙幣に過ぎないシステムでは、通貨の実質的価値の安定性に対する信頼が不可欠です。近代の貨幣経済では、国家が通貨を独占し、国内のすべての経済主体がこの通貨を交換手段として受け入れる義務を負うことによって、この信頼が確立されます。印刷された紙幣は、国家によって発行され、その受け入れが法的に義務づけられているという事実によって、通貨機能を獲得しています。

不換紙幣制度では、原理的には無視できるコストで無限に貨幣を印刷することができるため、貨幣の名目的な額面が安定した実質的な交換価値を維持するためには、ある機関によって通貨供給量がコントロールされる必要があります。その機関とは、その国の中央銀行です。元々は国家お抱えの銀行だった中央銀行は、現在は通常政治的に独立しています。すなわち、国家はもはや中央銀行の金融政策に直接的に介入することはできず、中央銀行

が国家の資金を直接調達することも禁止されています。加えて、中央銀行は通常、物価水準の安定、ひいては通貨価値の安定に専心しています。

### 弾力的な通貨供給：中央銀行の通貨と民間銀行の通貨

現代の貨幣経済では、弾力的な通貨供給が行われています。民間銀行は、融資によって要求払い預金（普通預金や当座預金など預金者の要求でいつでも払い戻しができる預金）を増やすことができます。このように、通貨には「中央銀行の通貨」と「民間銀行の通貨」の2種類があります（「部分準備銀行制度（民間の銀行が預金の一部だけを準備として保有するシステム）」）。民間銀行は、自分で作れない通貨、つまり中央銀行の通貨については、債務超過に陥る可能性があります。そのため、中央銀行は「最後の貸し手（レンダー・オブ・ラスト・リゾート）」としての役割を担っています。

通貨供給が弾力的であることは、一般的に、投資の事前資金調達が可能になるという点で有利です。一方で、信用供与が大きすぎると、インフレや景気の過熱を引き起こす可能性があるという問題があります。このように、信用は（当初は）実物資産とは一致せず、民間銀行や中央銀行のバランスシート上の約束事と一致するだけです。かつては、通貨供給量は実物資産と一致していましたが、今日では、銀行システムに対する請求権と、それらが安定したレートで（いつでも）実物資産と交換できるという約束を表しています。

### 信頼の喪失が通貨危機を招く

「通貨が安定している」とは、その通貨が将来も存在し続けるという普遍的な期待が持てることです。それがあって初めて、通貨はその機能を果たすことが可能です。つまり、通貨が安定しているためには、貨幣が安定しているだけでなく、通貨の制度設計自体が安定している必要があるのです。しかし、政策立案者には、通貨操作（輸出を有利にするための自国通貨安誘導）という簡単な方法で目的を達成しようという誘惑が常につきまといまいます。レーニンが、「資本主義システムを破壊する最善の方法は、通貨を墮落させることである」と語ったと言われていますが、言い換えれば「ある国を不安定にする最も確実な方法は、その国の通貨を弱体化させること」ということです。

結局のところ、通貨に対する信頼が一度失われると、それを回復することはほとんど不可能です。必然的に、通貨危機と通貨改革が起こります。その前には、債務危機やインフレが起こることが多いです。ドイツだけでも、

# market:update

20世紀に4回の通貨改革が行われています。最初の通貨改革は1923年から2024年にかけて行われ、1兆マルクに対し1 Rentenマルク（不動産などを担保とした通貨）の交換レートで Rentenマルクがマルクに取って代わることにより、ハイパーインフレが終息しました。

## 不換紙幣のメリット・デメリット

今日、通貨とは、中央銀行と民間銀行に対する一般市民や非銀行部門（すなわち、家計、企業、国家）の抽象的な請求権に他なりません。したがって、通貨には、中央銀行の通貨（中央銀行に対する請求権）と民間銀行の通貨（民間銀行に対する請求権）が存在します。通貨は、簡単に言えば、中央銀行が民間銀行に貸し出したり、債務証券を購入したり、あるいは民間銀行が一般市民に貸し出したり、債務証券を購入したりすることで生み出すことができます。

現在、金（ゴールド）や外国通貨（ペッグ制）などの裏付けを必要としない不換紙幣制度においては、中央銀行は原理的に無限のお金を作り出すことができます。これは、不換紙幣のデメリットでもあり、メリットでもあります。危機の際には、中央銀行はパニックが広がらないように追加の流動性を提供することができます。中央銀行は、基本的に無限の流動性を生み出すことができる唯一の機関です。2012年にドラギ ECB 総裁（当時）は、まさにこの「最後の貸し手」としての機能を発揮しました。ドラギは「Whatever it takes（できることは何でもやる）」という有名な言葉で市場を落ち着かせました。たとえ、その言葉が危機の本質的な原因を解消するものではなかったとしても、この言葉でユーロ危機は収束しました。

「禍福は糾える縄の如し」は不換紙幣制度にもあてはまります。すなわち、何も無いところからお金を作り出すことができるということは、自然に国家をある行動に向かわせることになるのです。中央銀行を公共支出の資金源として悪用しようという誘惑は、今日でも強く残っています。したがって、通貨危機の2大要因が（国の）債務とインフレであることは意外なことではありません。中央銀行に短期的な任務を頼りにすることには常に正当な理由がありますが、信頼性と安定性に対する長期的な危険性は通常、過小評価されています。

**インフレと政府債務：通貨に影響を与える基本的な要因**  
前述したように、通貨危機の主要な先行指標は、インフレと政府債務です。しかし、「通常」の市場局面においても、この2つの主要な要因に基づいて、通貨の動向を十分に説明し、予測できると考えています。

なお、政府債務と消費者物価水準の相対的な推移は、中期的にしか影響を及ぼさないと考えられます。このような理由から、メツラー・アセット・マネジメント GmbH の為替予測モデルでは年間平均の予測のみを利用して

ます。一方、他に通貨に影響を与える要因としてよく挙げられる通貨間の金利差や相対的な成長期待は、より短期（月や週のレベル）で影響を与えます。そのため、これらの要因の通貨動向への影響は安定的ではなく、大きく変動することがあります。また、政府債務は、短期的な金利動向や成長期待の変化に比べて「予測しやすい」ものです。

驚くべきことに、ユーロ、米ドル、日本円、スイスフラン、英ポンドの5つの主要通貨は、OECDからの同じデータ・ソースを使い、まったく同じ構造を持つ同じ計量経済モデルに基づいて説明することができます。このモデルは、カナダドルとオーストラリアドルの対米ドル相場についても非常に有効です。一方、スカンジナビアの2つの通貨、スウェーデンクローナとノルウェークローネは、他の要因による歪みが大きすぎて、良い結果が得られないようです。個々の通貨ペアの年間変動率の説明力は、決定係数（R<sup>2</sup>）が0.5から0.7と、非常に高いモデルであることがわかりました。

$$d(ER) = C + ER_{t-1} + CPI_{t-1} + d(CPI) + d(DEBT)_{t-n}$$

## モデルはユーロ高トレンドを示す

モデルは、EUR/USD 為替レートについて年間平均で、2021年が1.24、2022年が1.30と予測しています。昨年は1.15 EUR/USD との予測でしたが、ほぼ正確に着地しました。このモデルは、ユーロが米ドルに対してトレンドとして上昇することを示唆しています。もちろん、金利差や成長率の差などの他の要因も週や月のレベルで影響を与えるので、これらが一時的な米ドル高の要因になり得ます。

しかし、ファンダメンタルズの観点から見ると、ユーロをベース通貨とする投資家は、今年から来年にかけては、米ドルに対してニュートラルなポジションをとるか、あるいはヘッジをかけることが適切であることをモデルは示しています。一方、米ドルをオーバーウェイトするには、非常に強力な米ドル高の論点が必要となります。また、ユーロは今後2年間、他の通貨に対して強さを示す可能性があります。この点を考慮して、投資家はヘッジ戦略を実行するかどうかを真剣に検討する必要があります。

# market:update

概要：通貨予測  
年間の平均値

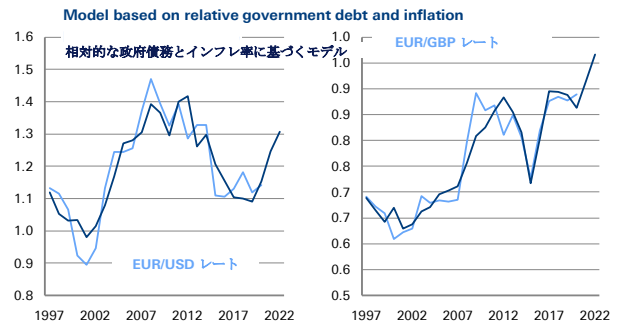
	実績値	モデル予測		
	2020	2020	2021	2022
EUR/USD	1.14	↑ 1.15	↑ 1.25	↑ 1.31
EUR/GBP	0.89	↓ 0.86	↓ 0.91	↑ 0.97
EUR/JPY	121.8	↑ 129.6	↑ 135.9	↑ 139.2
EUR/CHF	1.07	↑ 1.13	→ 1.13	↑ 1.18
GBP/USD	1.28	↑ 1.42	↓ 1.39	→ 1.39
USD/JPY	106.8	↑ 111.5	↓ 107.9	↓ 105.9
USD/CHF	0.94	↑ 0.98	↓ 0.91	↑ 0.92

出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

また、EUR/USD と EUR/GBP の 2 つのモデルから USD/GBP の予測を導き出し、モデルの直接的な USD/GBP の予測と比較することも可能です。理想的には、両方の予測は同じになるはずですが、実際には、モデルの開始時期が異なることや、すべての通貨の動きを完全に再現することはできないことなどから、不一致が生じています。しかし、その乖離は小さく、このアプローチとモデルのクオリティの高さがさらに裏打ちされていると考えています。

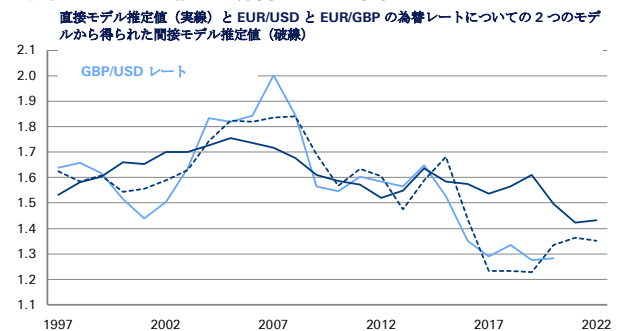
経済学のフレームワークの中で、ファンダメンタルズ・データを用いて為替レートを説明・予測することが可能になったのは、ごく最近のことです。これは、十分に長い時系列が利用可能になり、推定に十分なデータポイントが得られるようになったためです。さらに、インフレ率や政府債務に関する十分に良質のデータが得られるようになったからです。原理的には、インフレ率と政府債務に基づいて、主要通貨ペアの中期的なトレンドを予測する、優れた有望なアプローチを開発することができると考えられます。このような背景から、メツラー・アセット・マネジメント GmbH では半年ごとに通貨予測を発表しています。現在のモデルでは、ユーロ高が間近に迫っており、ユーロをベース通貨とする投資家の外貨建て投資のリターンは低下する可能性が高いと考えられます。したがって、ヘッジ戦略を真剣に検討する必要があると考えています。

米国のインフレ率上昇、英国の政府債務の増加により、米ドルと英ポンドは弱くなる見込み



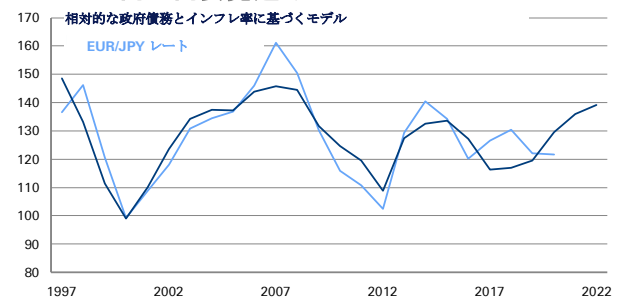
出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

対米ドルで上値が期待できる英ポンド



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

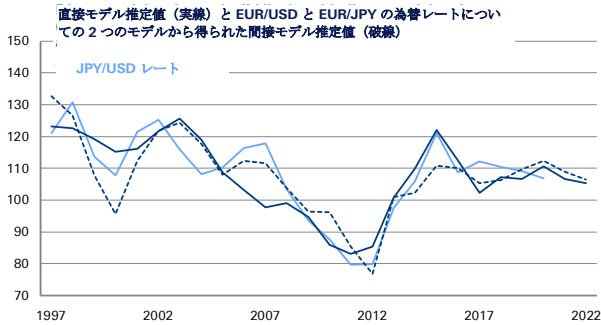
ユーロ/円は円安見込み



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

# market:update

## 米ドル／日本円レートは横ばい見込み



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー



Edgus Walki

エドガー・ヴァルク  
メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
9. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
10. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
11. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W21-033