

# 通貨と投機

盛田 常夫

為替（通貨）水準が明らかに過大あるいは過少に評価されていると、将来の平価（通貨の交換比率）是正を見越して投機的な資金が入る。たとえば、近い将来、対ユーロでフォリントが強くなると予想される場合にはユーロを売ってフォリントを買う、逆にフォリントが弱くなると予想される場合にはフォリントを売ってユーロを買う。予想通りに値が動いたところを見計らって、今度の逆の売買を行うことで為替の差益が生まれる。もちろん、相場が逆に動けば差損が出る。このようにして、債券だけでなく、通貨も投資対象になる。通貨を含めた金融取引が自由化されている前提の話だが。

世界の各種の投資ファンドは、利鞘（金利差）、債券売却益、為替差益などを求め、資金を運用（投資）している。巨額の資金が日々、世界の金融市場を駆け巡っている。もはや、日々の為替水準を決めるのは、貿易収支や経常収支などのファンダメンタルズではなく、瞬時にかつ大量に流れるこれらの金融投資資金なのだ。ドルもユーロも円も、一昔前では考えられなかったヴォラティリティ（不安定性）を見せているのはこのためだ。

## フォリントが投機対象に

2001年5月のフォリントの完全交換性の実施以後、国立銀行はフォリントを一定の変動幅で自由変動させる制度に移行し、1ユーロ=276.1フォリントを基準に上下15%の幅で管理している。ユーロ以外の通貨のフォリント平価は、対ユーロのクロスレートにしたがって自動的に決められる。1月第三週に入って、フォリントの対ユーロ平価は234.69の上限を突破する勢いになった。国際的な各種投資ファンドは、フォリントのさらなる上昇を見込んで、その前の週からこの週にかけておよそ50億ユーロの投資資金（フォリント購入）を投げ込んだ。国立銀行が変動幅を広げるだろうという予測にもとづく投資行動である。

これにたいして、国立銀行はユーロ購入で市場介入するとともに、1月16日に基本利子率（公定歩合）を8.5%から7.5%に切り下げ、さらに翌17日にもさらに1%切り下げるという予想外の手段を講じた。これによって、為替相場は一挙にフォリント安に反転し、2日間でおよそ5%程度のフォリント安（対ユーロ）になった。

この週の攻防で、差益を得たのは国立銀行で、差損が出たのは投資ファンドである。高くなったフォリントで弱くなったユーロを買い戻すから、丸々50億ユーロは戻ってこない。もちろん、ハンガリー国債などに資金を移し損失を埋め合わせることも可能だが、ハンガリーに資金を寝かせておきたくない場合には、すぐに引き上げる。そうすると、ファンド全体でおよそ2億ユーロの損失が出る。国立銀行はユーロを売却することでフォリント益を得るが、全部売ってしまえば市場が戻るのを、目標為替水準をにらみながら、手持ちのユーロを外貨準備分と売却分に分けて管理する。

国立銀行とハンガリー政府は、意表をついた利子率の連続的切下げで、体制転換以後、初めて経験したフォリントへの投機を乗り切った。とりあえずは、投機筋の敗北である。

### 為替水準をどう見るか

当面の投機を乗り切った国立銀行だが、為替の過少・過大評価幅が大きければ（大きいと想定されれば）、通貨は常に投機にさらされる。果たして、修正後の現在の為替水準（対ユーロ、対ドル、対円）は適正だろうか。1月17日時点のそれぞれの平価は、243.72Ft（1ユーロ）、228.61Ft（1ドル）、194.25Ft（100円）である。

すでに資本移動が自由化された現代の経済では、旧来の為替理論で為替水準を説明するのが難しくなっている。長期資本収支や経常収支、あるいは購買力で平価が決まるというのが伝統的理論だが、長期の為替水準の説明はできても、短期・中期の為替変動を説明することができない。自由に移動する資本の規模がはるかに大きいからである。

適正平価を見つけるのは難しいが、感覚的に為替水準を実感する方法はある。1月19日のTV2のレポートによれば、ハンガリーの日用用品・サービスの価格はオーストリアのそれより高いという。少し前は、オーストリア人がガソリンや食料品を買いにハンガリーに来ていた。それが今は逆で、国境近辺のハンガリーの町から、オーストリアの近隣のスーパーに買出しに行く。テレビ・レポーターがオーストリアで購入した24,000Ft分の買い物を、ハンガリーのスーパーで行ったら34,000Ftになった。実にオーストリアで買い物する方が3割ほど安い。ガソリンもオーストリアが1割は安い。オーストリアのスキー場でも、これは実感できた。1人当たりGDPで5倍以上も高いオーストリアの方が、日用用品が安い。どう考えても合理的でない。日用品購買力で実感する限り、5%程度の為替修正で済む話ではない。少なくとも15-20%ほど切り下った水準が、実感平価だろう。

### BigMac PPP

難しい理論式で計算しても実際的为替水準を決定できない。それなら、もっと簡便な方法で計算できないだろうか。*The Economist* 誌が公表しているBigMac PPP（ビッグマック購買力平価）がそれである。これはアメリカのBigMac価格を基準に、それぞれの国のビッグマック価格をアメリカ価格で割り、市場為替平価と比較して通貨の過少・過大評価を計算する。たとえば、1月第三週金曜日のアメリカのビッグマック価格が2.54ドルで、日本のそれが294円だとする。この二つの価格（交換）比は、 $294/2.54=115.75$ となる。これが円のBigMac PPPである。ビッグマックで測れば1ドル=115.75円が適正平価ということになり、その日の市場平価1ドル=117.94は1.64%の円の過少評価（対ドル）と計算される。

これをフォリントで計算したらどうなるか。同じ日のビッグマック価格は399フォリントだから、フォリントのBigMac PPPは、 $399/2.54=157$ と計算される。つまり、ビッグマック価格で測ると、1ドル=157フォリントが適正平価で、市場平価1ドル=229.62フォリントはフォリントの31.6%の過少評価（対ドル）と計算される。

ここから、「ハンガリー通貨は主要通貨にたいして著しく過少評価されている。だから切り上げられてしかるべきだ」と言えるだろうか。ここが為替政策を立案する上で、キーポイントになる。ビッグマックの価格が安いから、通貨が過小評価されているとは簡単に言えない。材料費や賃金が安いことが、そのまま通貨の過少評価を意味するものではない。それは確かに経済発展に伴って長期的に是正される方向を示すが、時々のが替水準の過少・過大を表すものではない。逆に、所得水準に5-6倍もの格差があるのにたいして、ビッグマック価格が3割しか安くないと考えるればよい。だから、為替政策の戦略が必要になる。ハンガリー国立銀行はどんな為替戦略をもっているのだろうか。「対投機」勝利に浮かれている場合ではない。

2003年1月