

将来を見晴らす長期投資観測 vol.25

(為替編6)戦前円安・戦後円高、そして現在



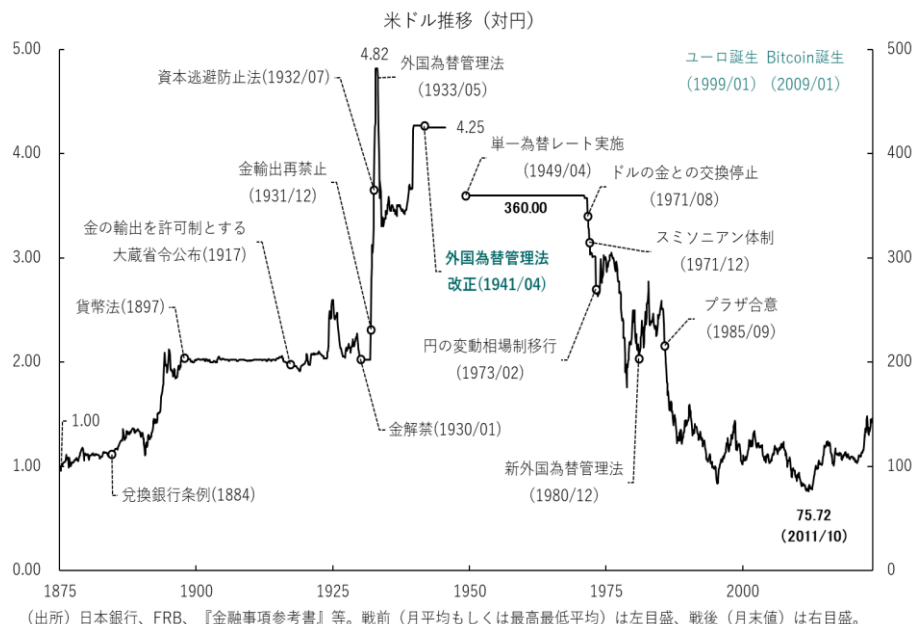
参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ ニクソン・ショックから40年の歳月を経て、2011年に日本円は対米ドルで約4.8倍になったが、奇しくも戦前に米ドルが対円で約4.8倍にまで上伸したことで対をなしているのは、偶然の賜物かもしれない
- ◆ 長期の為替レート像を描くならば、戦後の円高は、戦前の円安から続く「ひと山」を越えたと見ることも可能だろう。この「山地型」イメージは、2011年を分岐点とした、新たなトレンドの始まりを予感させる

戦前の円安進行は急激だった

長期的な外国為替レートの動きを確認するためには、戦後だけに囚われてはいけません。そこで、戦前の動きも含めて、日本円（対米ドル）の歴史を振り返ると、意外な事実が浮かび上がってくる。われわれが抱く日本円のイメージは、平成の時代に米ドル安（円高）に苦しめられ、令和の時代に至って米ドル高（円安）への関心が高まっているという「渓谷（V字）型」の為替相場であろう。しかし、戦前も含めると、図に示した通り、それとは対照的な「山地（逆V字）型」のドル相場が描けるのである。その経過を確認してみると次のようになる。



第一に、戦前は、趨勢的に円安が進行した時代であった。19世紀に世界経済の主役を演じた英国も、第一次世界大戦で国力を損耗し、覇権国の地位を米国に譲った。第二次世界大戦前の米国の成長は目覚ましく、日本円と比較して米ドルは堅調に推移している。この円安の始まりは、日本銀行が銀貨兌換の銀行券（日本銀行兌換銀券）を発行し、事実上の銀本位制であった時代にある。明治時代初期の1米ドルは1円であったものの、1897年には、貨幣法の施行により、日清戦争の賠償金を金準備金とした金本位制が採用され、約20年間にわたり1米ドル＝2円の水準が維持された。

しかし、1917年に金本位制が停止されると、その後は世界中で、金本位制をめぐる国際通貨システムに変化が訪れる。わが国では、一時的に1930年に**金解禁**が実施された（金本位制復帰）ものの、1931年末には金輸出が再び禁止され（金本位制停止）、1932年代には1米ドル＝4.82円まで急激な円安が示現した。米ドル（対円）は、明治初期から約4.8倍にまで上伸したのである。その後、資本逃避防止法や外国為替管理法が制定される中で、1941年の外国為替管理法の改正を以て、すべての為替取引が管理の対象となり、太平洋戦争の勃発により、国際通貨である英ポンドおよび米ドルと日本円の関係は絶たれた。興味深いことに戦前期に円安が進むときには、短期間で急速に進むケースが多かった点は注目に値する。趨勢的な円安も、安定している時期と急速に円安が進む時期に区分できるわけである。

戦後の円高進行も急激だった

第二に、終戦を挟んだ米ドルは、戦前の4.25円から、1949年4月に単一為替レートとして設定された360円まで、非連続的に約85倍になる。おおむね日本円は100分の1に切り下げられたと考えてよいだろう。敗戦国の国力の減退は、通貨の信認を毀損させ、購買力を格段に低下させたのである。戦前に積み上げられた国民の金融資産は、紙くず同然となったことから、戦争ほど悲惨なものはないと言えよう。

日本国債は、利払いが続けられ、さらに元本もきっちりと償還されたものの、国債保有者が得られた日本円の価値は、戦前とは比べものにならないほどに減価していた。敗戦による通貨価値の暴落は、相対的に物価の上昇を加速させ、国民の生活を苦境に追いやったからである。この悲観の極を経験したわが国も、国際関係の変化も手伝い、敗戦からの再生を果たすことに成功する。やがて経常黒字を積み上げるまでに至り、日本円の価値の見直しが加速する。そして1971年8月に**ニクソン・ショック**によるドルと金との交換停止をきっかけに、日本円が上昇に転じ、米ドルが減価し始めたのである。

1971年12月の**スミソニアン体制**（1米ドル＝308円）を経て、1973年2月に日本円は**変動相場制**に移行。1980年12月には、新外国為替管理法の施行により、外国為替取引・資本取引が原則として自由化されたのである。1985年9月のプラザ合意後には急速な米ドル安・円高が進み、最終的には2011年10月に1米ドル＝75.72円（ニューヨーク市場・日次引値ベース）の円高を記録した。戦前期と対をなすように、戦後に円高が進むときには、短期間で急速に進むケースが多かった。趨勢的円高の戦後期も、安定している時期と急速に円高が進む時期に区分できるわけである。

また、ニクソン・ショックから40年の歳月を経て、日本円は対米ドルで約4.8倍になった点も対をなしている。奇しくも戦前に米ドルが対円で4.8倍にまで上伸した倍率と一致するからである。長期の為替レート像を再度描くならば、戦後の円高は、戦前の円安から続く流れを引き継ぎ、終戦の二桁違いが発生したとはいえ、「ひと山」越えたと見ることも可能だろう。この「山地型」イメージは、2011年を分岐点とした、新たなトレンドの始まりを予感させる。

ゆっくりと進む趨勢的な方向性を見る基準

ところで、忘れていけないのは、半世紀単位で変化している為替レートの趨勢に対して、国際通貨システムは、数十年単位で変転を繰り返してきたという点である。われわれが再度、確認しておくべきは、19世紀末から現代に至る国際通貨システムは、半世紀にわたり続いたケースは存在しないという事実であろう。これは、現在の国際通貨システムがこれからも続くという常識を疑ってみる必要があるということを意味する。

戦後だけを見ても、ブレトンウッズ体制を前提に、米ドルとの交換レートを固定化した360円時代は、ニクソン・ショックにより終焉を迎え、1973年には変動相場制に至った。ブラザ合意による円高は、為替レートが国際関係上のパワーバランスにより左右される時代の幕開けを示唆し、日米の財務省（大蔵省）間の調整がものをいう国際通貨システムへのスキーム移行を意味した。さらに、1999年1月に誕生したユーロや、その10年後に台頭する暗号通貨は、既存の国際通貨システムとは異なる多様性の時代の始まりを意味するかもしれない。米政府の信用を背景にした米ドル一極の国際通貨システムの多極化が進行している。つまり、戦後だけでも国際通貨システムは変質し、その綻びを繕う作業が繰り返されているのである。

日本円をめぐる国際通貨システムも、戦後だけではなく戦前においても、目まぐるしい変転を繰り返してきたのが確認された。今後は、国際政治の軸も多極化してきているため、グローバルに自由に資金が移動できる状況も揺らいでいくことになるだろう。その中で、米ドルの対円相場は、長期的に「ひと山」越えた位置づけを見晴らしていく必要があるだろう。短期間で急速に日本円が進む方向が、円安なのか円高なのか？この基準を活用して数十年単位の趨勢的な方向性が、戦前期や戦後期の趨勢の事例から見えてくる気がしてならない。

投資一任におけるリスクについて

内外株式運用、内外債券運用、オルタナティブ運用は、主に国内外の債券・株式、また、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産等に投資する複数の投資証券等を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

投資一任における運用報酬について

受託資産残高に1.10%（税抜き、1.0%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）
以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っていない。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2023年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

●TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。●MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。●NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ＆コンサルティング株式会社に帰属します。●FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。●当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。