

## みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 3 日)

## 103 円台と整合的な実質レート及び物価などを考える

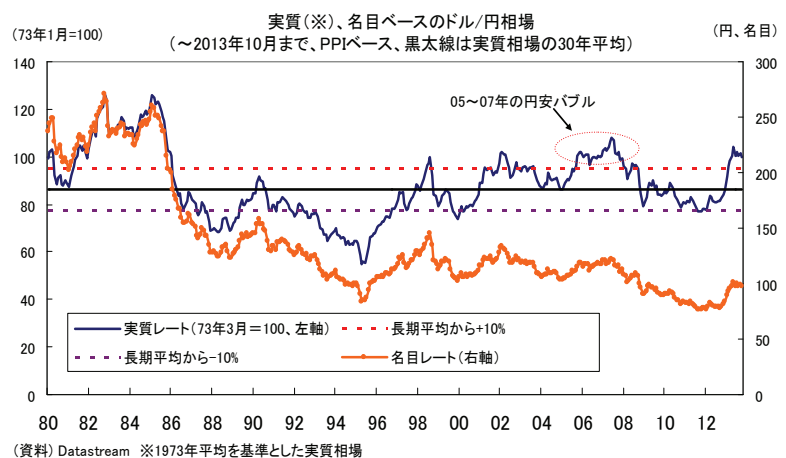
ドル/円は一時 103.13 円と 5 月 23 日以来の高値へ上昇。7 月以降、日本の国内企業物価指数(CGPI)の伸びと米国の企業物価指数(PPI)の伸びが逆転したことで実質ドル/円相場はやや円高方向へ調整が進んだが、依然として長期(30 年)平均からの乖離は歴史的に見ても大きく、円安過剰感が残っている。仮に、名目ドル/円相場が 103 円で、実質ドル/円相場が長期平均から許容できるプラス 10%乖離に留まると仮定すると、その際に必要な購買力平価(PPP)は 108 円程度に。これは日本の CGPI だけで調整するならば前年比 13%上昇、米国の PPI だけで調整するならば同▲9%下落という大きな物価変化が必要になるイメージで、現実的ではない。今後、名目ベースで円高が進むのか、それとも貿易赤字等を理由に構造変化論を唱えるべきか、いずれにせよドル/円相場は重要な節目に立たされている。

## ～ここから先は下値リスクを～

昨日のドル/円相場も続伸する展開。米11月ISM製造業景気指数が2011年4月以来の高水準を記録したことでtapering観測が強まったこと、昨日の黒田日銀総裁講演から追加緩和を連想する向きが強まったことなどからドル/円は一時103.13円と5月23日以来の高値をつけている。年末が近づくに従ってポジション調整が進み、米国に資金が還流する(ドル買いが進む)というアノマリーも取沙汰される時期に入っており、まずは年初来高値である103.74円を目指す動きになろう。年内の上値としては『中期為替相場見通し(11月29日発行)』で示した104円までを想定するが、日経平均株価の過熱感を踏まえれば、ここから先は下値リスクの方が大きいと考えたい。

## ～実質ドル/円相場からの水準感～

103円台にタッチしたことを契機に今一度ドル/円の水準感を把握しておきたい。この点、最近何かと話題になる内外物価格差から議論してみたい。本欄2013年8月7日号『実質ドル/円相場から考察する水準感』では日米企業物価で実質化したドル/円相場(基準点は1973年平均)とその長期平均からの乖離に着目し、議論した。具体的には、当時の本欄では「実質ドル/円相場は長期平均に照らして過剰な円安が進んでおり、何らかの調整が必要な状



当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

態」と指摘し、調整経路として、①名目相場が円高・ドル安になる、②日本の物価が上がる、③米国の物価が下がる、④日本の物価が上がり、米国の物価が下がること(②と③の同時進行)が考えられるとした。7月以降、日本の国内企業物価指数(CGPI)の伸びと米国の企業物価指数(PPI)の伸びが逆転したことで、「購買力平価(PPP)=名目相場×(日本の物価÷米国の物価)」で計算されるドル/円のPPPが円安・ドル高に振れており、結果的に④の経路で調整が進んだ。

だが、前頁図に示されるように依然として実質ドル/円相場は長期(30年)平均からプラス10%以上の上方乖離(後述するように正確には16%)となっており、実質ベースでの円安過剰感が残っているようにも見受けられる。引き続き日米物価の逆転現象を背景に、この過剰感の是正が進めばアベノミクスの思惑通りということになるが、来年4～6月期には本邦CPIを押し上げてきた円安効果も剥落してくるため、④の経路も徐々に狭まってくるだろう。物価面での調整が甘くなるとすれば、名目ドル/円相場がある程度下落することで円安過剰感が解消されることも考えられる。

### ～名目103円台と整合的な実質レート及び物価～

右表は実質ドル/円相場の長期平均からの乖離率及びその際の実質ドル/円相場と名目ドル/円相場の組み合わせで、「PPP=98 円(2013 年 10 月時点)」を前提にしている。表に従うと、今年 10 月時点の名目ドル/円相場は PPP とほぼ一致する約 98 円だったので、「実質為替相場＝名目為替相場×PPP÷100」に従えば、実質ドル/円相場は約 100 円だった。別の言い方をすれば、10 月時点のドル/円相場は日米の物価変化を完全に織り込んでい

ドル/円相場における実質と名目の対応関係

| 長期平均からの乖離率           | 「PPP=98円」と仮定して・・・ |                  |
|----------------------|-------------------|------------------|
|                      | その際の<br>実質ドル/円相場  | その際の<br>名目ドル/円相場 |
| -25%                 | 64.6              | <b>63.3</b>      |
| -20%                 | 68.9              | <b>67.5</b>      |
| -10%                 | 77.5              | <b>75.9</b>      |
| -5%                  | 81.8              | <b>80.1</b>      |
| 0%                   | 86.1              | <b>84.3</b>      |
| 5%                   | 90.4              | <b>88.6</b>      |
| 10%                  | 94.7              | <b>92.8</b>      |
| <b>13年10月現在(16%)</b> | 99.9              | <b>97.8</b>      |
| 20%                  | 103.3             | <b>101.2</b>     |
| <b>13年12月現在(22%)</b> | 105.1             | <b>103.0</b>     |
| 25%                  | 107.6             | <b>105.4</b>     |

(資料)Datastream。実質相場は日米企業物価を用い、73年平均=100としたもの。

定義:「実質相場＝名目相場÷PPP＝名目相場÷(国内物価÷外国物価)」

たことになる。しかしながら、為替相場は理論的に想定される均衡点から乖離しているのが常であり、「物価変化を完全に織り込んでいる状態」が実質ドル/円相場の長期平均とは限らない。前頁図を一瞥しても分かるように、90年代後半以降、実質ドル/円相場のメインレンジはあくまで長期平均プラス/マイナス10%と考えられる。「物価変化を完全に織り込んでいる状態」はプラス16%の上方乖離であり、歴史的にはやや無理をしている感が否めない。

また、実質ドル/円相場の長期平均に関し、プラス/マイナス10%は名目ドル/円相場で約76円～約93円、実質ドル/円相場で約78円～約95円のレンジに相当する。この点、現状の名目ドル/円相場が103円付近まで来ていることは、「PPP=98円」の前提ならば、実質ドル/円相場で105円付近を意味しており、長期平均からの乖離は実にプラス22%に及ぶ。仮に、名目ドル/円相場が103円、実質ドル/円相場がプラス10%乖離にぎりぎり収まる約95円に収まることを仮定すると、その際に必要なPPPは108円程度になる。これは日本のCGPIだけで調整するならば前年比13%上昇、米国のPPIだけで調整するならば同▲9%下落という大きな物価変化が必要になるイメ

ージで、あまり現実的なシナリオとは言い難い。

経験則に照らす限り、現状では、実質ドル/円相場の円高方向への修正が求められていることになり、このためには名目ドル/円相場の円高進行か、PPPの円安進行が必要になる。これは結局、上述した①～④のいずれかの調整が必要という意味だが、その際、物価経路(②～④)を歩めればアベノミクスの思惑通り、物価経路が巧くいかず、名目相場の円高経路(①)を歩むことになればアベノミクスにとっては想定外となる。もちろん、巨大な貿易赤字等を背景として長期平均からの乖離が従前よりも許容されるべきという考え方も全否定し得るものではない。

今後、名目ベースで円高が進むのか、それとも日米物価格差が縮小し続けるのか、それとも貿易赤字等を理由に構造変化論を唱えるのか、いずれの立場を取るにしてもドル/円相場は重要な節目に立たされていることは言えそうである。

以 上

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔(TEL: 03-3242-7065)  
[Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp](mailto:Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp)

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

[http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                            |
|-------------|-------------------------------------------------------|
| 2013年12月2日  | ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～                            |
| 2013年11月29日 | 週末版                                                   |
| 2013年11月27日 | ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～                            |
| 2013年11月26日 | ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて                               |
| 2013年11月25日 | ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか                                  |
| 2013年11月22日 | 週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)      |
| 2013年11月20日 | 本邦10月貿易統計などについて                                       |
| 2013年11月19日 | 最近の欧米資本フローから見る為替相場                                    |
| 2013年11月18日 | 再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁                                 |
| 2013年11月15日 | 週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)            |
| 2013年11月14日 | 衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～                         |
| 2013年11月13日 | バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える                          |
| 2013年11月12日 | ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大                               |
| 2013年11月11日 | 11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～                           |
| 2013年11月8日  | 週末版                                                   |
| 2013年11月7日  | 生保下期運用計画などからみる円相場の今後                                  |
| 2013年11月6日  | 欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～                             |
| 2013年11月5日  | ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～                           |
| 2013年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～                       |
| 2013年10月30日 | ノボトニー 発言の読み方などについて                                    |
| 2013年10月29日 | 2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安                               |
| 2013年10月28日 | 低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン                          |
| 2013年10月25日 | 週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)             |
| 2013年10月22日 | Jカーブ効果を諦める時なのか？                                       |
| 2013年10月21日 | 勢いつく「敵失のユーロ高」の行方                                      |
| 2013年10月18日 | 外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～              |
| 2013年10月11日 | 『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～ |
| 2013年10月9日  | 2013年秋季IMF世界経済見通しについて                                 |
| 2013年10月8日  | 「火遊び」によるドル売りは買い場か                                     |
| 2013年10月7日  | 「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～                              |
| 2013年10月4日  | 週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)             |
| 2013年10月3日  | ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～                           |
| 2013年10月2日  | ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～                       |
| 2013年10月1日  | 日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～                         |
| 2013年9月27日  | 週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)             |
| 2013年9月26日  | 家計部門の外貨運用の現状と展望について                                   |
| 2013年9月24日  | 「決められないオバマ」はドル売り要因か？                                  |
| 2013年9月20日  | 週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)       |
| 2013年9月19日  | FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～                      |
| 2013年9月18日  | 欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて                               |
| 2013年9月17日  | 次期FRB議長人事を巡る動向について                                    |
| 2013年9月13日  | 週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)              |
| 2013年9月11日  | 何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～                            |
| 2013年9月10日  | 日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～                        |
| 2013年9月9日   | 五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方                               |
| 2013年9月6日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)                        |
| 2013年9月5日   | 米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～                                 |
| 2013年9月4日   | ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～                                |
| 2013年9月3日   | 9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～                          |
| 2013年9月2日   | taperingの煽りを食らうのはユーロ？                                 |
| 2013年8月30日  | 週末版                                                   |
| 2013年8月29日  | 対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由                              |
| 2013年8月28日  | 「有事のドル買い」に至らない理由などについて                                |
| 2013年8月26日  | 米7月新築住宅販売件数の急落などについて                                  |
| 2013年8月23日  | 週末版(次に売られそうな新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)                    |
| 2013年8月22日  | FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について                             |
| 2013年8月21日  | 豪ドル相場の水準感について                                         |
| 2013年8月20日  | 新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～                          |
| 2013年8月19日  | 本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～                              |
| 2013年8月16日  | 週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)            |
| 2013年8月14日  | 米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について                           |
| 2013年8月13日  | 法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」                          |
| 2013年8月12日  | 本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～                            |
| 2013年8月9日   | 週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)                  |
| 2013年8月8日   | 2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～                          |
| 2013年8月7日   | 実質ドル/円相場から考察する水準感                                     |
| 2013年8月6日   | 消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ                                 |
| 2013年8月5日   | 米7月雇用統計について～気掛かりな資金の減少～                               |
| 2013年8月2日   | 週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)                 |
| 2013年8月1日   | FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方                                |
| 2013年7月30日  | ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～                         |
| 2013年7月29日  | 「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場                           |
| 2013年7月26日  | 週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)              |
| 2013年7月24日  | 本邦6月貿易収支について                                          |
| 2013年7月23日  | 「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～                   |
| 2013年7月22日  | 週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～                         |
| 2013年7月19日  | 週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)              |
| 2013年7月18日  | 参院選後の株・為替市場はどう動くか？                                    |
| 2013年7月17日  | 最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～                          |
| 2013年7月16日  | フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～                              |
| 2013年7月12日  | 週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)              |
| 2013年7月11日  | ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～                         |
| 2013年7月9日   | ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信心～                            |
| 2013年7月8日   | ECBの時間軸政策導入はユーロ「円」化の兆候か                               |
| 2013年7月5日   | 週末版                                                   |
| 2013年7月4日   | 最近の対内・対外証券投資動向について                                    |
| 2013年7月3日   | ECB理事会プレビュー～3つの論点について整理～                              |
| 2013年7月2日   | どうしてユーロは下がらないのか、その②～Euro passingの皮肉～                  |
| 2013年7月1日   | 外貨準備構成通貨の内訳について(2013年3月末時点)                           |
| 2013年6月28日  | 週末版                                                   |
| 2013年6月27日  | 2013年下半年を前に整理する金利差とドル/円の関係                            |