

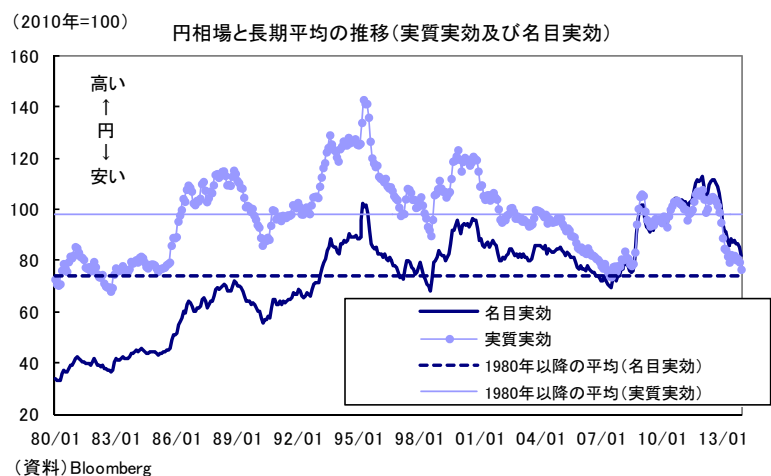
みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 21 日)

BIS 実質実効為替レートで見た直近の円相場について

先週、国際決済銀行(BIS)より公表された昨年 12 月時点の実質実効為替レートによれば、昨年 12 月時点で円相場は長期平均から▲21.2%乖離しており、2007 年 7 月(▲24.2%)以来の大幅な割安感を示している。こうした円の状況をどう評価するかに関しては、大別して 2 つの考え方がある。1 つは、調整されるべきという考え方、もう 1 つは調整される必要がないという考え方。仮に、調整されるべきという考え方に立った場合、名目レートで調整するのか、物価で調整するのか、もしくはその両方なのかを考えなければならない。経験則を踏まえれば名目円高での調整を懸念したいところだが、最近の為替が国内物価へ与える影響度(パススルー率)などを踏まえると、望まぬ物価高で実質円高が進む可能性もある。一方、貿易赤字の蓄積や交易条件の悪化を踏まえると、円相場の均衡水準がかつてよりも安値方向にシフトしたという考え方も可能。

～直近の BIS 実質実効為替レートについて～

先週、国際決済銀行(BIS)より昨年 12 月時点の実質実効為替レートが公表されている。実質実効為替レートの長期平均からの乖離という測度で見れば、安倍政権発足時点の 2012 年 12 月で割高感は解消されており、それ以後はひたすら割安感が強まる展開が続いている。具体的には、昨年 12 月時点で長期平均からの乖離率は▲21.2%となり、2007 年 7 月(▲24.2%)以来の割安感となっている。昨年を通じて、



日本の消費者物価指数(CPI)が欧米のそれを凌駕しているため、実質ベースでの円高が若干進んだことも事実だが、「プラザ合意以来の円安水準」という形容は依然成り立つ。ちなみに名目実効ベースでは長期平均から+10%程度割高な状態となっており、2007 年 12 月には概ね長期平均と釣り合う(乖離率ゼロ%)まで円安が進んでいたことを思えば、まだ円安余地はあるように思える(仮にドル/円で+10%調整するならば 115 円前後というイメージになる)。

～過剰な実質円安:調整されるべきか、されないべきか～

目先、気掛かりなのは実質実効ベースで極端な下落が進んでいる円の状況をどう評価するかである。少なくとも大別して 2 つの考え方がある。1 つは、調整されるべきという考え方、もう 1 つは調整される必要がないという考え方である。仮に、調整されるべきという前者の考え方に立った場合、名目

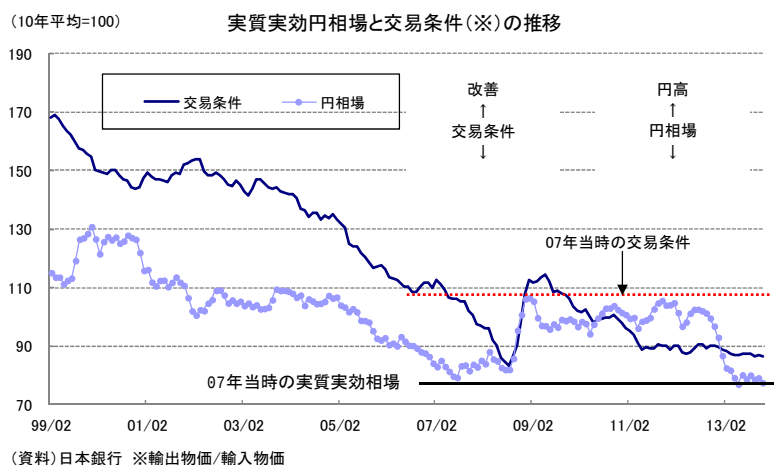
レートで調整するのか、物価で調整するのか、もしくはその両方なのかを考えなければならない。円相場の歴史を踏まえれば、過剰な実質円安は名目相場が円高に振れることで解消されてきた。円安バブルとまで言われた 2005～07 年の後に起きた円高はまだ記憶に新しい。

そうした名目レートでの調整が進まないのだとすれば、物価での調整、具体的には日本の物価が海外のそれと比べて相対的に高くなる必要がある。要するに、米国やユーロ圏の物価が 1% 近傍で停滞する状況下、日本だけ量的・質的緩和 (QQE) の企図する通り、2% 或いはそれ以上に高い物価が定着すれば円相場は実質ベースで円高に振れることになる。この場合、理想的には賃金上昇によるディマンドプル・インフレ経由で実質円高方向へ調整が進むことが期待されるのは言うまでもない。だが、本欄 2014 年 1 月 16 日号『燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態』でも述べたように、為替が国内物価へ与える影響度 (パススルー率) が高まっている現状を踏まえると、望まぬコストプッシュ・インフレ経由で実質円高方向への調整が進む可能性も想定し得るだろう。

～調整しないシナリオも一考に値する～

片や、現状の実質実効ベースで見た円安水準がさほど調整される必要が無い、という考え方もある。そもそも貿易赤字が慢性化し、断続的な経常赤字転落まで珍しくなくなっている状況下、名目レートが長期平均に回帰する筋合いは無いかもしれない。かつては 2005～07 年のような投機の円売りが起きても、その逆サイドとして実需の円買い (大規模な経常黒字) が常に存在し、市場のリスク許容度が縮小すると一気に投機筋も実需筋も円買いに傾斜するという現実があった。だが、2011 年以降、実需筋も輸入企業を中心とする円売りが優勢な状況に変わりつつある。名目レートの長期平均はあくまで過去の莫大な経常黒字を前提にしたものであるため、これを均衡レートと見なして「いずれは名目円高になるはずだ」という主張には難しさもあろう。

また、貿易可能財のみを前提とする単純な二財モデルでは、実質為替レートは交易条件 (輸出物価 ÷ 輸入物価) と定義上等しくなる¹。これを踏まえると、安倍政権誕生以降の円安はあくまで交易条件の悪化に沿って円相場の均衡水準がさらに安値方向にシフトし、これを実勢相場が追随しただけとも言える。要するに、交易条件が悪化している以上、企業からすれば「2007 年と同じ円安」では状況を



十分に改善させるには至らない、ということである。交易条件の歴史的な悪化を踏まえれば、実質実効相場は歴史的に安い水準にあっても不自然ではなく、必ずしも調整を要しないというこうした考え方は、理論的には一理ある。

調整されるべきか、されないべきかという議論に絶対的な回答はないが、少なくとも日本経済にと

¹ 実質為替レート = 名目為替レート × (日本の物価 ÷ 米国の物価) である。全てが貿易可能財で国内と海外がそれぞれ 1 つの貿易可能財の生産に特化した場合 (即ち世界に 2 つ貿易可能財しかない場合)、国内物価は輸出物価であり、海外物価は輸入物価と等しい。だとすると、実質レートは交易条件 (輸出物価 ÷ 輸入物価) に一致することになる。

って避けたいシナリオはコストプッシュ・インフレ経由で実質円高方向への調整が進む経路だろう。その場合は、実質所得の目減りと共に内需も盛り上がりず、半ばスタグフレーション的な状態に至ることが懸念される。

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-bk.co.jp

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。

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.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
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
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・ブットの芽生え？～
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う上離れへ～)
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(ユーロ圏経済はデイクオフ(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年上半年期国際収支を受けて～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