

みずほマーケット・トピック(2014年9月17日)

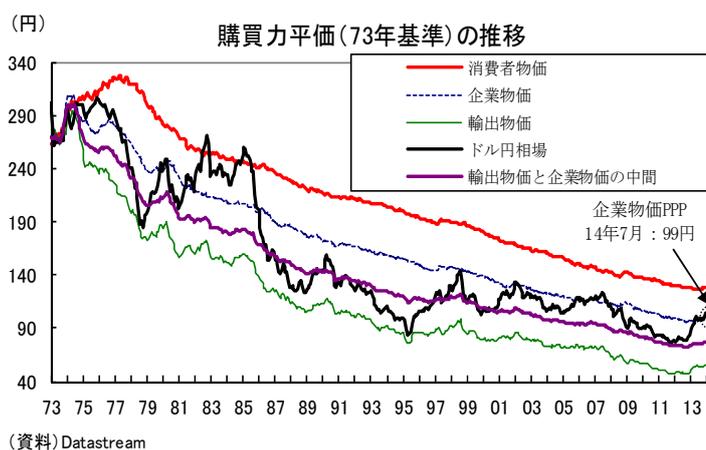
## ドル/円相場の水準感に係るヒント

取引条件悪化を通じて円相場の均衡水準が下方修正されていることを踏まえれば、これまでの経験則を逸脱した値動きというのは生じて然るべきであり、かつての上値目途であった1973年基準の企業物価 PPP も絶対的な天井とは成り得ない。この点、本欄では「1990年代後半以降、20年弱、上値目途として機能してきた企業物価 PPP を10%オーバーシュートしても110円には到達しない」という事実を、見通し作成にあたって重視してきた。足許ではリーマンショック以前の高値である「108円」がいよいよ視野に入り、10%オーバーシュート水準である109円も接近しているが、その先の110円を安定的に超えるためには更に重い節目が待ち受ける。OECD 算出の民間最終消費ベース PPP はプラザ合意以降、1度も破られたことがなく、これが2013年で112円。

～「年内108円」、「年明け110円」を目途とする理由～

昨日の為替相場はドル相場が下落する展開。今夜未明に公表される FOMC 声明文においてはフォワードガイダンスに係る文言(相当な期間: considerable time)が削除されるとの見通しが大勢であったところ、昨日の WSJ 紙において同文言が維持されるとの観測記事が出たことからドルを手放す動きが強まっている。黙っていても来月には量的緩和(QE)が終了する状況にあつて、それ以上にタカ派的なメッセージを敢えて出すことはないとの思惑には頷けるものがある。

だが、FRB へのタカ派的な見方が後退する状況にあつてもドル/円相場は107円を割り込むことはなく堅調推移している。108円というリーマンショック以前の水準がいよいよ視野に入る中、当面の節目を改めて確認しておきたい。本欄や『中期為替相場見通し』で「年内108円」、「年明け110円」を1つの目途と考へてきた理由は歴史的に上値目途となってきた企業物価ベースの購買力平価(1973



年基準、以下単に企業物価 PPP)からの乖離率を踏まえてのものであった。図示されるように、1990年代後半以降のドル/円相場の上値は企業物価 PPP となってきた感が強いが、既に年初来でこれを上抜けて久しい。実勢相場が企業物価 PPP を上抜けて、これほど長時間推移したことはプラザ合意以降では経験のないことである<sup>1</sup>。この点、特に不思議なことではない。本欄では何度も指摘

<sup>1</sup>プラザ合意直前の1980年代前半では、カーター政権によるドル防衛策(協調介入や公定歩合引き上げ等)やボルカーFRB議長下での高金利政策を受けて、ドル全面高が定着し、ドル/円相場も企業物価 PPP の上抜けが常態化していた。

しているように、既に取引条件悪化を通じて円相場の均衡水準が下方修正されていることを踏まえれば、これまでの経験則を逸脱した値動きというのは生じて然るべきである。問題はどこまでのオーバーシュートを許容すべきなのかという議論で、この問いに正答はないが、例えば今年7月時点为例に取れば企業物価 PPP が 99 円で、5%のオーバーシュートは「104 円」、10%では「109 円」となる。この「1990 年代後半以降、20 年弱、上値目途として機能してきた企業物価 PPP を 10%オーバーシュートしても 110 円には到達しない」という事実を、本欄では見通し作成にあたって重視してきたという経緯がある。もちろん、5%や 10%のオーバーシュートに特別な意味があるわけではないが、フェアバリューのない為替の世界においては 1 つの参考になる。

～プラザ合意以来の動きに挑む～

なお、PPP を中心とする色々な節目を並べ、比較したものが右表になる。本欄では「90～105 円」のゾーンについては 1973 年基準の企業物価 PPP を含め、各種 PPP が集まっており、物価測度に照らしても年初からの「100～105 円」というレンジは心地良いものと考えてきた。現状の 107 円はこの「PPP のコアゾーン」を抜け出しており、これといった有力な節目が見出し難い状況にある。敢えて「次の節目」ということで注目するならば、OECD の算出する民間最終消費ベースの PPP で、これが 2013 年時点で 112.3 円とされる。しかし、昨年末の本欄<sup>2</sup>でも議論したように、OECD の算出する民間最終消費ベース PPP はプラザ合意以降、実勢相場が上抜けたことが 1 度もない節目である。もちろん、交易条件の劇的な悪化をもってすればこの経験則が破られても不思議ではないが、年内にそこまでの動きを見込むには流石に材料不足という感もある。ファンダメンタルズから水準を解説する必要がある筆者のような立場からすると、リーマンショック以前の「108 円」の先にある、「110 円」を大きく超えて安定するためには、少なくとも FRB の利上げが確実に見えるような状況を想定したいところである。

ドル/円相場に関する色々な節目

| 円相場          | 評価基準                                      |
|--------------|---|
| 54.3         | 購買力平価(輸出物価、73年基準、2014年7月)                 |
| 67.0         | ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2014年1月)               |
| 70.0         | 購買力平価(輸出物価、80年基準、2014年7月)                 |
| 76.6         | ※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2014年7月)      |
| 84.2         | 工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2011年度調査)          |
| 92.2         | 14年2月時点の採算レート(内閣府「2013年度企業行動に関するアンケート調査」) |
| 92.7         | 購買力平価(企業物価、80年基準、2014年7月)                 |
| 98.9         | 購買力平価(企業物価、73年基準、2014年7月)                 |
| 100.2        | 想定為替レート(日銀短観、2014年6月調査、通年)                |
| 102.6        | 購買力平価(OECD、2013年、GDPベース、※2.)              |
| 104.9        | 購買力平価(消費者物価、80年基準、2014年7月)                |
| 105.7        | 2015年1月の予想レート(内閣府「2013年度企業行動に関するアンケート調査」) |
| <b>107.1</b> | <b>2014年9月17日</b>                         |
| 109.1        | 工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2012年度調査)       |
| 112.3        | 購買力平価(OECD、2013年、民間最終消費ベース、※3.)           |
| 128.7        | 購買力平価(消費者物価、73年基準、2014年7月)                |
| 130.1        | 工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2012年度調査)            |
| 209.8        | 工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2012年度調査)       |

PPP のコアゾーン

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。  
 ※2. OECD購買力平価は13年12月公表時点 (毎年6月・12月に適及改定あり)  
 ※3. この基準を超える円安はプラザ合意後では一度も実現していない。

以上

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

<sup>2</sup> 本欄 2013 年 12 月 26 日号『2013 年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む 2014 年～』をご参照下さい。

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9月16日 | スコットランド独立についての論点整理                                  |
| 2014年9月12日 | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)                 |
| 2014年9月10日 | 官製相場となったユーロ相場への考察                                   |
| 2014年9月9日  | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～                          |
| 2014年9月8日  | 本邦7月国際収支統計などについて                                    |
| 2014年9月5日  | 週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)                 |
| 2014年9月4日  | 9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて                            |
| 2014年9月3日  | 105円安を受けて～日米2年金利差からの推計値など～                          |
| 2014年9月2日  | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」                          |
| 2014年9月1日  | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～                            |
| 2014年8月29日 | 週末版   |
| 2014年8月27日 | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～                            |
| 2014年8月26日 | ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～                      |
| 2014年8月25日 | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～                           |
| 2014年8月22日 | 週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)            |
| 2014年8月21日 | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～                          |
| 2014年8月20日 | 本邦7月貿易収支などについて                                      |
| 2014年8月19日 | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～                         |
| 2014年8月18日 | ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～                            |
| 2014年8月15日 | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)         |
| 2014年8月13日 | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて                               |
| 2014年8月12日 | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化                          |
| 2014年8月11日 | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ                               |
| 2014年8月8日  | ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～                     |
| 2014年8月7日  | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題                             |
| 2014年8月6日  | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～                          |
| 2014年8月5日  | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて                         |
| 2014年8月4日  | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～                          |
| 2014年8月1日  | 週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～) |
| 2014年7月30日 | ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感                                 |
| 2014年7月28日 | ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について                      |
| 2014年7月25日 | 週末版   |
| 2014年7月24日 | 本邦6月貿易収支について  |
| 2014年7月23日 | 米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場                            |
| 2014年7月22日 | 格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～                        |
| 2014年7月18日 | 週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)                  |
| 2014年7月17日 | 『展望レポート』中間評価などについて                                  |
| 2014年7月15日 | 円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～                        |
| 2014年7月14日 | FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?                            |
| 2014年7月11日 | 週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)                |
| 2014年7月10日 | 巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論                              |
| 2014年7月8日  | 国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ                          |
| 2014年7月7日  | 「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状                         |
| 2014年7月4日  | 週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)            |
| 2014年7月2日  | フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化                                |
| 2014年7月1日  | ECB理事会プレビュー～QEを広めかしつつ現状維持～                          |
| 2014年6月27日 | 週末版(動かない相場)は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)            |
| 2014年6月26日 | 14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～                           |
| 2014年6月24日 | 強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～                       |
| 2014年6月23日 | ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～                               |
| 2014年6月20日 | 週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)             |
| 2014年6月19日 | FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～                           |
| 2014年6月18日 | ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較                          |
| 2014年6月17日 | 成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の速因～                          |
| 2014年6月16日 | 麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について                               |
| 2014年6月13日 | 週末版(オバマ米大統領の空演説から思索する為替相場への影響)                      |
| 2014年6月12日 | 今の日本は本当に人手不足か?                                      |
| 2014年6月11日 | 第二次ユーロフォリア?   |
| 2014年6月10日 | 進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～                          |
| 2014年6月9日  | ECBにまつわる3つの「分かり難さ」                                  |
| 2014年6月6日  | 週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)               |
| 2014年6月4日  | ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて                           |
| 2014年6月2日  | ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～                            |
| 2014年5月30日 | 週末版   |
| 2014年5月28日 | 2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～                        |
| 2014年5月27日 | 「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～                    |
| 2014年5月26日 | 労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～                         |
| 2014年5月23日 | 週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)            |
| 2014年5月22日 | 日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～                      |
| 2014年5月21日 | IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～                       |
| 2014年5月20日 | 出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず                                   |
| 2014年5月19日 | ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～                           |
| 2014年5月16日 | 週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)                   |
| 2014年5月15日 | 欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～                      |
| 2014年5月13日 | 米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～                           |
| 2014年5月12日 | 13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～                         |
| 2014年5月9日  | 週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)               |
| 2014年5月8日  | イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～                         |
| 2014年5月7日  | ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～                            |
| 2014年5月2日  | 週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)       |
| 2014年5月1日  | 日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて                             |
| 2014年4月25日 | 週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)       |
| 2014年4月23日 | オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?                            |
| 2014年4月21日 | 円キャリー取引を巡る環境について                                    |
| 2014年4月18日 | 週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)           |
| 2014年4月17日 | 完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～                             |
| 2014年4月16日 | 米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～                         |
| 2014年4月15日 | 説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～                         |
| 2014年4月14日 | アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～                          |
| 2014年4月11日 | 週末版   |
| 2014年4月7日  | ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～                          |
| 2014年4月4日  | 週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)          |