

みずほマーケット・トピック(2015 年 9 月 28 日)

物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望

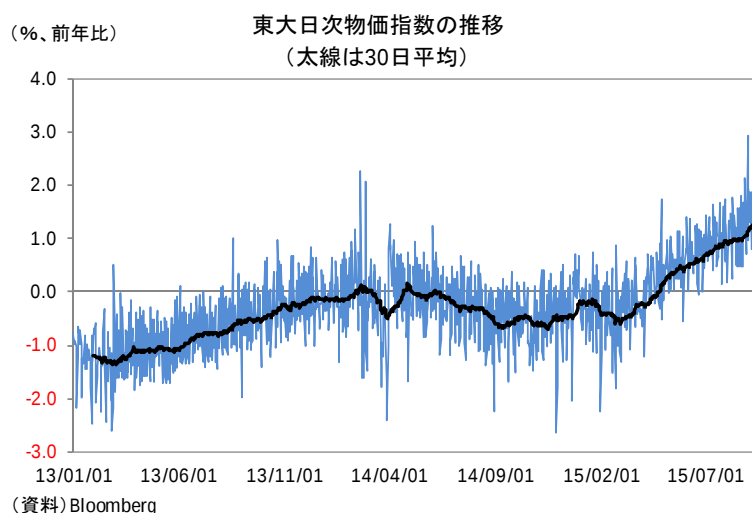
現状のドル/円相場を購買力平価(PPP)や実質相場などで見た場合、円安・ドル高相場に行き過ぎ感が生じ始めていることは否めない。もちろん、量的・質的金融緩和(QQE)ないし財政出動を主軸とするアベノミクスにより今後物価が上昇してくるという前提に立つのであればその限りではなく、騰勢を強める東大日次物価指数や日銀版コアコア CPI などの動きは紛れもなくインフレ進行を示唆している。だが、そもそも PPP はその通貨の購買力の多寡を測るものであり、その観点からは総合ベースの CPI が適切な指標となる。この点、日米 CPI の格差は現状では殆ど拡大しておらず、PPP が円安・ドル高に修正される気配は感じない。実質ドル/円相場についても異様な上方乖離を示しており、相当のインフレがない限り、名目ドル/円相場の急落が警告される状況。物価測度に照らせば「インフレがなければ円高・ドル安」という含意があることを忘れてはならない。

～米 CPI により 9 月利上げはほぼ潰えたか～

先週末 25 日の為替市場ではイエレン FRB 議長が年内利上げへの意欲を示したことや、安倍首相と黒田日銀総裁の会談が行われたことで追加緩和観測が高まったことなどが手伝い、ドル/円相場が一時 121.24 円と 2 週間ぶりの 121 円台をつけている。政府の掲げる「名目 GDP600 兆円」を受けて「もはや政府の主眼は物価ではなく GDP に置き換わった」と考える向きもあり、この点、追加緩和の可能性は後退したようにも思われるが、先週末の本欄でも議論したように、短期でこの目標達成を急ぐには財政出動が必須となる。となれば、日銀による国債購入機能は一段と重要性を増し得るとの見方も可能であり、この点から追加緩和の芽はやはり消えない。

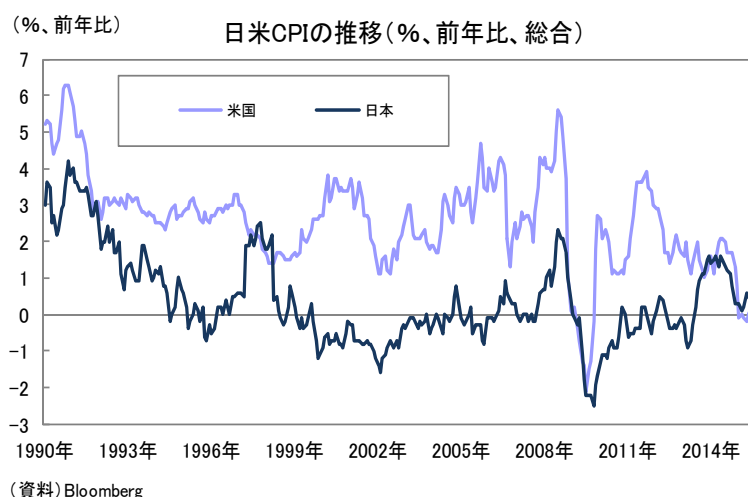
～ドル/円の PPP の先行き～

なお、残すところあと 1 四半期となったところで、ドル/円相場の方向感について簡単な考察を加えておきたい。最終的には今週 30 日(水)に発行する『中期為替相場見通し』を参照頂きたいが、8 月 31 日時点の同欄では年内の予想レンジに関し 115～126 円としている。この上値 126 円に関しては本欄 2015 年 9 月 11 日号『ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～』でも議論したとおりであり、歴史的な購買力平価(PPP)からの乖離率を踏まえれば、企業物価ベース PPP



から+25%前後というのはもはや限界を感じざるを得ないという主旨であった。もちろん、量的・質的金融緩和(QQE)ないし財政出動を主軸とするアベノミクスを背景に今後物価が上昇してくるという前提に立つのであれば、PPP 自体が円安・ドル高へ振れてくるため、乖離率が縮小されてくることになる。完全雇用を背景とした賃金上昇は(名目ベースでは)続いているし、そもそも東大日次物価指数が騰勢を強めていることは見逃せない(前頁図)。同指数の作成プロセス¹を踏まえれば、家計部門の実感に近いのはCPIよりむしろこちらかもしれない。とすれば、PPP が円安・ドル高方向に修正され、結果として乖離率が縮小されてくる可能性もあるだろう。

だが、先週 25 日に公表された消費者物価指数(除く生鮮食品、コア CPI)は前年比▲0.1%となり、遂に振り出しに戻ってしまった。生鮮食品・エネルギーを除くベースのCPI、いわゆる日銀版コアコア CPI は+1.1%まで上昇しており、これが食品を主体とする東大日次物価指数と整合的だが、PPP の先行きを考える上ではコアやコアコアが上がっていることは何の関係もない。そもそも PPP はその通貨の購買力の多寡を測るものであり、



その観点からは総合ベースのCPIが適切な指標となる²(人々は生鮮食品やエネルギーも消費して生きていかねばならないのだから)。8月時点で、総合ベースのCPIは+0.2%と辛うじてプラス圏だが、勢いは無い。この点、米国のCPIも総合ベースで見れば低迷しているので、日米CPIの格差が拡大しているわけではない。そのため、PPP に関してはかつてのように円高・ドル安方向の調整が続く心配はないが(図)、円安・ドル高方向へ調整することも期待できない。結果、実勢相場のPPPからの異様な上方乖離が放置されることになる。こうした状況下、いったんはドル/円相場の反転下落を想定するのが真っ当な予想だろう。

～実質ドル/円相場で見た現状と展望～

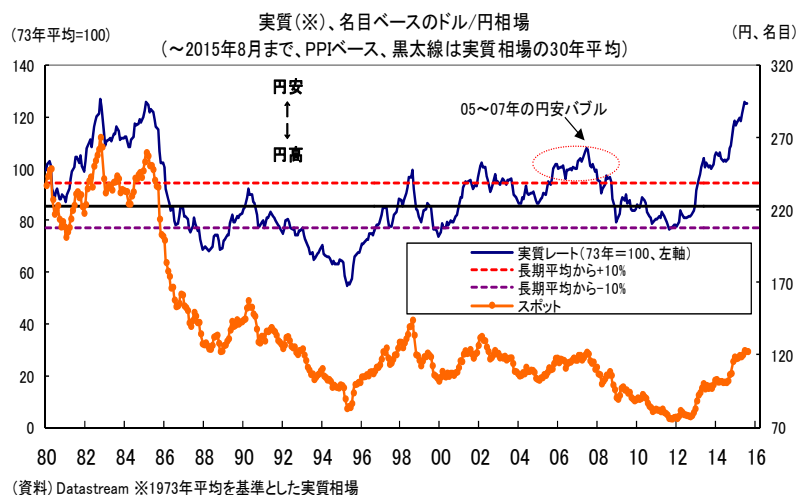
なお、次頁図は実質ドル/円相場の推移を見たものである。本質的にはPPPと同じことを主張するものだが、やはり長期平均からの異様な上方乖離が一目瞭然である。現状、長期平均からの乖離率は+45%に達しており、これは1985年のプラザ合意直前まで遡る必要がある。

図を見る限り、せめて長期平均からの乖離率に関し、±10%程度のレンジならば歴史的にも許容され得るが、「実質相場=(名目相場÷PPP)×100」の定義式を元に、そうなるためにはどういった調整が必要なのかを簡単にシミュレートすることはできる。仮に企業物価ベースPPPを100円とした

¹ スーパーマーケットのPOSシステム(スーパーのレジで商品の販売実績を記録するシステム)を通じ日本全国の約300店舗で販売される商品のそれぞれについて、各店における日々の価格、日々の販売数量を収集し、それを原データとして使用している。調査対象はスーパーで扱われている食料品や日用雑貨などであり、商品数は20万点を超える。購買取引の行われた日の翌々日までデータを集計し、物価指数を作成・公開する。(資料)東大日次物価指数プロジェクト

² 例えばECBが、日米欧中銀で唯一、総合ベースの消費者物価指数に拘る理由は「総合ベースのHICPを注視することによって、通貨の購買力喪失に対する完全且つ効果的な防止にコミットできる」と考えているからである。

場合、実質ドル/円相場が長期平均対比+10%乖離になるためには名目ドル/円相場が 95 円程度まで調整する必要が出てくる(現在、実質ドル/円相場の長期平均は約 85.8)。逆に、名目ドル/円相場を 115 円(『中期為替相場見通し』で想定する下限である)と仮定した場合、+10%乖離に必要な企業物価 PPP は 120 円以上になる。企業物価 PPP を 120 円以上とするためには、米国の企業物価指数(PPI)を横這いとした場合、日本の PPI が前年比+25%程度上昇することが必要になる。ちなみに名目ドル/円相場を 110 円と仮定すれば、+20%程度の PPI 上昇が必要である。あまりにも非現実的な想定だが、これほどのインフレになるのであれば、足許の名目 GDP から+20%アップを目指す「名目 GDP600 兆円」も実現可能ではある(実質 GDP は惨憺たる結果になりそうだが)。いずれにせよ「インフレがなければ円高・ドル安」という含意は揺るがない。



基礎的需給環境が辛うじて円売り超過を示唆していることを踏まえれば³、円高狂想曲の再来を予想する必要もなさそうだが、基本的な物価測度に照らす限り、過去 4 年弱続いた円安トレンドの転換くらいは予想して然るべき情勢にあると思われる。

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

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。

³ 本欄 2015 年 9 月 15 日号『投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～』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
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分))～糊代論への末練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費 & 在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP 及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～