

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 14 日)

ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～

ドル/円相場の水準感を論点整理。例えば、円相場の実質実効為替相場(REER)は2015年6月を境として反転しているが、現時点でも1976年並みの円安水準。長期平均への回帰という観点からは、2016年4月時点で依然▲10%ほどの調整余地を残しており、これをドル/円に当て嵌めれば95円台程度までの円高が必要なイメージ。また、PPPで見た場合、筆者は「100～105円」を「PPPのコアゾーン」と呼んできた。今起きていることは過度な円安から「PPPのコアゾーン」への調整であり、長期的な物価尺度に照らせば然るべき相場変動と考えられる。なお、過去の経験則に照らせば、企業物価ベースのPPPから▲20%程度の円高は珍しくなかったことは気掛かり。現段階では考えたくもないが、乖離率▲20%とは80円台である。いずれにせよ、変動為替相場制である以上、円安の時もあれば、円高の時もあることを認識するのは重要。2000年以降の動きを参考にした場合、3～4年程度で攻守交替の時が訪れることはむしろ自然である。

～どこからどう見ても円高地合い～

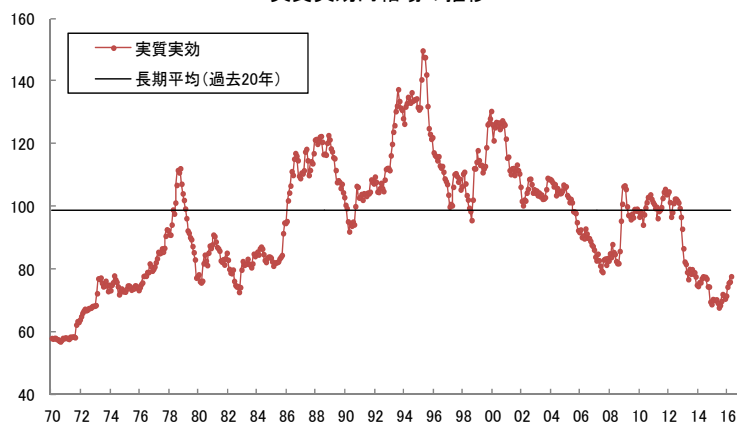
12日未明、米フロリダ州オーランドでのテロ事件は金融市場、特に円高・株安を忌避したい向きにとっては最悪のタイミングで起きた。元より英国のEU離脱(Brexit)を賭けた国民投票において離脱派が勢いを増していたことを金融市場は嫌気していた。そこへテロが起きた。常々、「投票直前でテロでも起これば別だが、基本は残留」とのシナリオが大勢であったことを思えば、リスクシナリオが現実化してしまったと言える。また、テロはイスラム教徒に対して排他的な言動を繰り返すトランプ米大統領誕生の可能性も想起させる材料である。同氏が利上げやこれに付随するドル高を嫌気していることは周知の通りであり、このような状況下では6～7月の利上げなど望みようもない。どこからどう見ても円高・ドル安が進行する地合いと見受けられ、一昨日から断続的に105円台を記録している地合いには違和感がない。日銀金融政策決定会合への緩和催促は殊更強まるだろう。

～6月10日から1年が経過～

ちなみに先週6月10日は昨年、ドル/円相場が125.86円の年初来高値を記録した日からちょうど1年が経過したタイミングであった。これは2012年11月以来、アベノミクスという言葉と共に取り沙汰されるようになった円安・株高相場がピークアウトしてから1年が経過したということでもある。あの日(2015年6月10日)、黒田日銀総裁が衆院財務

(2010年平均=100)

実質実効円相場の推移



(資料)日本銀行

金融委員会の場で「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れることはありそうにない」と述べた瞬間から-その因果は議論があるにせよ、事実として-円安局面は終わったのである。黒田総裁が口にした通り、REERは2015年6月で底打ちし、現在は急速に値を戻している。昨年来の本欄が円高・ドル安を予想してきた背景としては第一に米国の通貨・金融政策がドル高を許容するとは思えないという事実があるが、第二には円相場もドル相場もREERで見れば過剰な水準に至っているので長期平均に収斂するのが自然という事実も重視してきた。購買力平価(PPP)や REER は目先の動きを捉えるには向かないが、大局を捉えるには依然、侮れない切れ味を持っているというのが筆者の為替予想をする上での信条である。PPP や REER で見ても、相場転換を予想できる「行き過ぎた水準」は必ずやってくる。それが2015年だったのである。

REERやPPPから見た調整イメージを整理しておく、上で述べたように、円相場のREERは2015年6月を境として反転した。だが、現時点でも1976年並みの円安水準であり、長期平均への回帰という観点からは、2016年4月時点で依然 10%ほどの調整余地を残している。仮に、全ての通貨で10%の調整が進むと仮定した場合、ドル/円相場が 95 円台¹まで下落すれば長期平均から見ても違和感の小さい水準へ調整が進むイメージになる。これも以前の本欄でも述べた。

～水準に対する論点整理～

右表は主要な PPP を円高順に並べたものである。これまでの本欄でも論じてきたように「100～105 円」には比較的参照されることの多い PPP が密集しており、筆者はこれを「PPP のコアゾーン」と呼んできた。今起きていることは過度な円安から「PPP のコアゾーン」への調整であり、長期的な物価尺度に照らせば然るべき相場変動と言える。そもそも図示されるように、110 円以上の水準を肯定する有力な PPP は存在しないことから、その持続性自体、かなり不安なものがあった。

こうした PPP という尺度に照らす限り、国際経済外交の舞台において円高だと主張するにはこのコアゾーンを明確に下抜けして定着するような地合いが必要なのだろう(とはいえ、ボラティリティの観点から言えば、年初 4 か月間で 15 円の円高は明らかに「過度な変動」として認められるべきものとは思うが)。

ドル/円相場に関する色々な節目

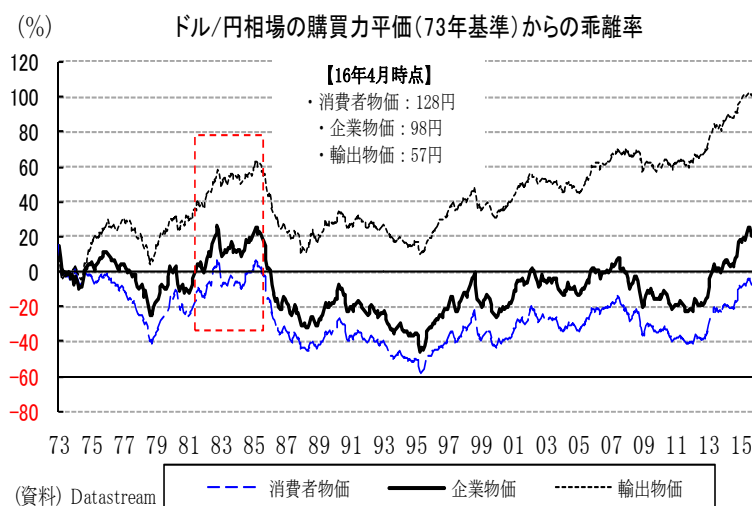
円相場	評価基準
56.9	購買力平価(輸出物価、73年基準、2016年4月)
73.4	購買力平価(輸出物価、80年基準、2016年4月)
75.1	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2016年1月)
77.5	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2016年4月)
91.9	購買力平価(企業物価、80年基準、2016年4月)
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
98.0	購買力平価(企業物価、73年基準、2016年4月)
103.2	16年3月時点の採算レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
104.5	購買力平価(消費者物価、80年基準、2016年4月)
104.7	世界銀行算出購買力平価(2015年)
106.0	購買力平価(OECD、2015年、GDPベース、※2.)
106.1	2016年6月14日
111.3	購買力平価(OECD、2014年、民間最終消費ベース)
117.5	想定為替レート(日銀短観、2016年4月調査、通年)
120.9	16年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2015年度企業行動に関するアンケート調査」)
128.1	購買力平価(消費者物価、73年基準、2016年4月)
130.3	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
143.4	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
258.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2014年度調査)

(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15年12月公表時点(毎年6月・12月に適宜改定あり)

¹ 4月末時点で「106.45 円」なので▲10%だと「95.80 円」となる。

もちろん、為替は PPP にいる時間が一番短い。それゆえに筆者は PPP からの乖離率の推移に着目してきた。図に示されるように、1973 年以降のドル/円相場は基本的には企業物価ベースで見た PPP(以下単に企業物価 PPP)に収斂することを上値(図では乖離率ゼロ%)としつつ、そこから▲20%程度、円高へ振れることなどは珍しくもなかった。だが、アベノミクス以降はこうした経験則に反し、企業物価 PPP を上抜けた推移が続い



てきた。こうした動きの解釈に関しては、日銀の金融緩和を筆頭とするリフレ政策がインフレ高進を実現し、PPP 自体が円安に修正されてくるとの思惑が働いた可能性などが考えられる。

とはいえ、企業物価 PPP からの上方乖離は+25%程度が歴史的には限界であり、これは今回の円安局面にも当て嵌まった。具体的には、企業物価 PPP は昨年来で概ね 100 円であり、上述した今次局面の高値 125.86 円は約+26%の上方乖離という状況に相当していた。これはプラザ合意直前となる 1985 年 2 月以来の上方乖離であり(図中、赤点線四角部分)、そのような政治的意図が働く恐れも含めて、持続可能性は低いというのが筆者の見立てであった。実際、今年に入ってから国際会議(G7、G20、サミットなど)における米財務長官の言動や米財務省の為替政策報告書の中身を見る限り、この見立ては正しいものであったと言えそうである。

では、過去の経験からどこまでの円高が警戒されるか。仮に、もはや現行政策によるインフレ高進を諦め、PPPも再び円高基調に戻り、アベノミクス以前の経験則が再び力を持つてくるのだとすれば、「上値を企業物価 PPP(乖離率ゼロ%)、下値を乖離率▲20%」とするレンジに戻るなどが想定される。現段階では考えたくもないが、乖離率▲20%は 80 円台である。

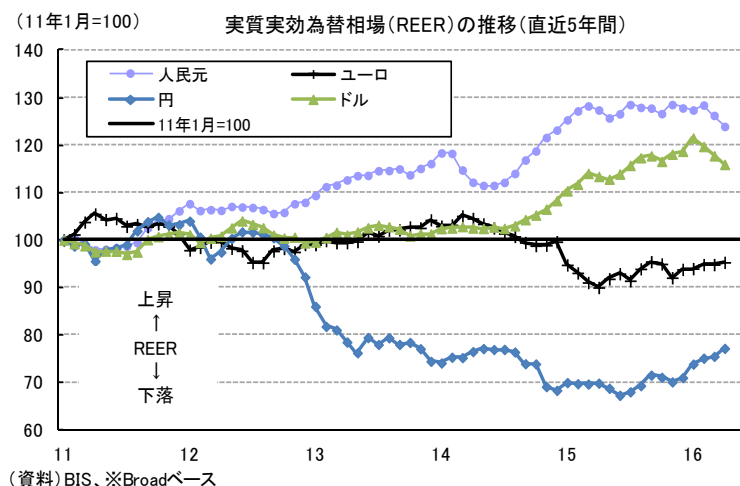
～円安・円高、攻守交代の時～

多くの人は気にかけないが、1ドル 120 円も 80 円も「PPP から 20% 乖離」という事実では共通している。だが、前者の場合は株高と共に前のめりの議論が世の中を支配し、特に問題視する風潮は生じない(実質所得の毀損が明らかであるにも拘わらず)。今年に入り、本邦自動車大手の首脳が過去数年の円安局面における高収益を指して「追い風参考記録」と述べたのは非常に的確な形容である。上述したような経験則を元にするならば、PPP から+20%以上も上振れた円安・ドル高相場が続く可能性は低い。まさに突風の如き「追い風」であった。一方で、「逆風」に関しても、同じ▲20%という震度で発生してもおかしくないのが変動為替相場制である。

しかしながら、こうして冷静に為替環境と企業収益を切り分けて整理できる企業が多い訳ではない。「基本的には円安であればこそ成長できる」との思想が国内経済部門のあらゆる主体で支配的なのである。それが一定の事実を含んでいるのも確かであり、特に誤った思想だとは筆者も思わない。程良い通貨安を続けられるのであれば、それが一番望ましい。だが、それは変動為替相場制と

いう制度と矛盾した願いでもある。変動為替相場制である以上、必ず円安である時もあれば、円高になる時もある。過去の本欄では執拗に図示してきたように、過去5年でG4通貨における通貨高の按分はドルと人民元が引き受けてきた。片や、通貨安の恩恵は円とユーロが引き受けてきたのである。例えば、2000年以降に目をやれば、2001～2004年の3年で円高、2004～2007年の3年弱で円安、そして2007～2011

年の4年半で円高の後、2012～2015年の4年で円安というイメージで循環してきた。こうした過去の経緯を踏まえる限り、3～4年程度で攻守交替の 때가訪れることはむしろ自然と言えよう。



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。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!にならなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	円の高為替相場総括～為替従属属強まる日米欧中銀～