

みずほマーケット・トピック(2016年11月8日)

実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～

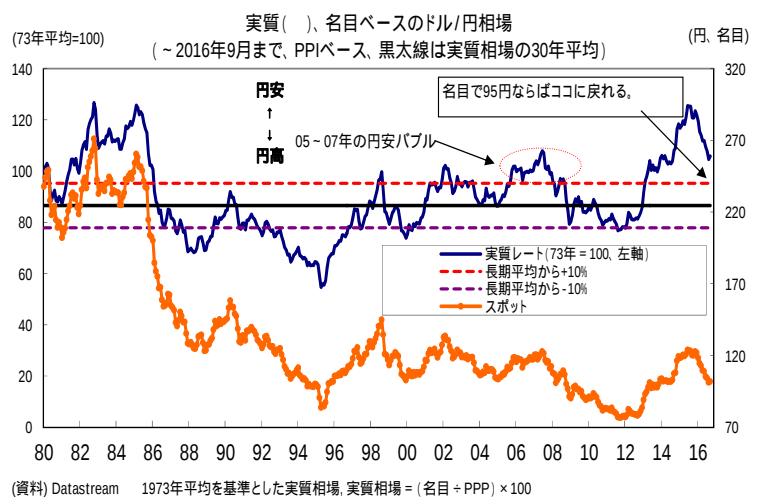
筆者は今年の為替相場に関し、「対円でのドル安は大きく進んだ」のは事実だとしても「対円でのドル安が“十分”進んだ」とは考えておらず、物価尺度に照らせばまだ円高・ドル安の余地があると考えている。日米両国の物価格差を加味した実質ドル/円相場を見ると、年初からの円高により、その長期平均からの上方乖離率は2015年半ばの約+45%という異常な上振れから約+20%へと大分縮小している。だが、歴史的に見れば乖離率のバンドは±10%であり、現状ではまだ反落を警戒すべき状況である。言ってみれば「超異常」な水準が、やっと「異常」な水準まで調整してきたというイメージであり、まだ「正常」な水準とは言えない。現状の日米物価格差と過去の経験則を踏まえ「正常」への回帰を模索した場合、95円割れはさほど不思議ではない。

～十分とは言えない対円でのドル安～

ドル/円相場はクリントン氏勝利の観測を強めながら104円台で堅調に推移している。繰り返し論じているように、本欄では実効ベースで見たドル高相場の過剰感を警戒しており、その反落に身構えることを推奨している。この点、「2016年は対円でこそドル安は大きく進んだが、対その他通貨での調整は不十分である」との論旨も重ねて主張してきた。だが、ここで強調しておきたいのは、「対円でのドル安は大きく進んだ」のは事実だとしても、「対円でのドル安が“十分”進んだ」とは考えていないという点である。結論から言えば、円高・ドル安にはまだ余地があると筆者は考えている。本日の本欄では、あるべきドル/円相場の水準感に関し、物価尺度に照らしながら、改めて現状把握を行っておきたい。大統領選挙後の乱高下を抑えた今、現在の水準を冷静に見つめ直しておくことは、荒れた相場つきの中でも確かな指針を提供すると考える。

～実質ドル/円相場:「超異常」から「異常」へ～

結論から言えば、日米両国の物価格差を加味した実質ドル/円相場は、まだ円安に傾斜し過ぎているという印象が拭えない。右図は生産者物価指数(PPI、※日本はCGPI)をベースに算出した実質ドル/円相場の推移である。本欄では繰り返し同図を用いて議論しているが、基本的に実質ドル/円相場はその長期平均から±10%を1つのバンドとして推移してきた歴史がある。このバンドを上抜け(下抜け)した円安・ドル高



(円高・ドル安)は得てして長持ちしなかったということである。例えば 2005～07 年の円安バブルと呼ばれた時代、実質ドル/円相場は長期平均から約+25%も上抜けして推移した。これが 2007 年 8 月のパリバショックを契機として、名目ベースでの円高・ドル安という形で激しい調整を迫られたことは周知の通りである。程度の差こそあるが、1990 年代後半や 2000 年代初頭にも+10%のバンド上限を突破し、その後に円高・ドル安方向へ押し戻されるという相場があった。

今次円安局面では 2015 年半ばにかけて実に約+45%まで上抜けしており、プラザ合意直前以来の上方乖離まで到達した。国際協調を締結してまで円高・ドル安へ押し戻す必要があった時代と同程度の上方乖離である。持続可能性という点に照らせば、やはり 2014～2015 年の円安・ドル高相場は相当な無理を重ねていたと言わざるを得ない。年初来の急速な円高・ドル安を経て、この上方乖離は相当縮小しているが、9 月時点でも約+20%と上振れており、まだ歴史的なバンドを上抜けた状態である。言ってみれば「超異常」な水準が、やっと「異常」な水準まで調整してきた、というイメージである。まだ、「正常」とは言えないのである。

～「正常」に戻るため 95 円割れは必要～

ここで「実質為替相場＝(名目為替相場÷購買力平価)×100」であることを踏まえば、実質ドル/円相場が長期平均から+10%までの上方乖離に回帰するためには、名目ドル/円相場が幾らまで円高になれば良いかという試算は可能である。購買力平価を企業物価ベース購買力平価の過去 3 年平均である 98 円、実質ドル/円相場の長期平均を過去 30 年平均と置いた場合、長期平均からの乖離率に対応する名目ドル/円相場を示したものが表である(つまり、ここでは日米

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	
	実質ドル/円相場	名目ドル/円相場
-25%	64.9	63.6
-20%	69.3	67.9
-10%	77.9	76.4
-5%	82.3	80.6
0%	86.6	84.9
5%	90.9	89.1
10%	95.3	93.3
20%	103.9	101.8
25%	108.2	106.1

(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)×100＝名目相場÷(国内物価÷外国物価)×100

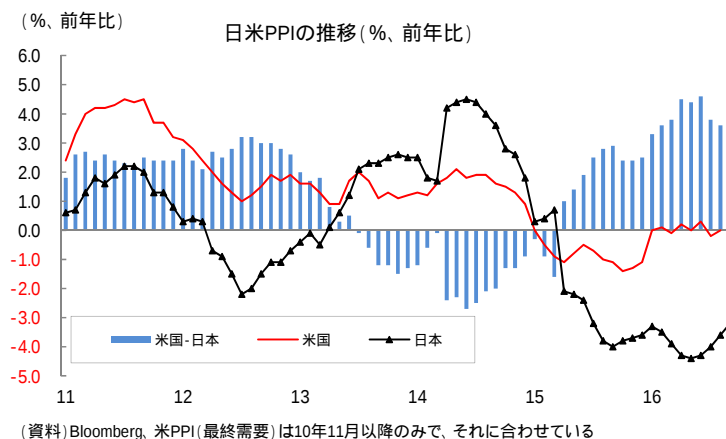
PPP=98円は企業物価ベースPPPの過去3年平均。

間の相対的な物価関係は横這いとし、実質ドル/円相場の調整は名目ドル/円相場を通じて進むことを想定している)。表に示されるように、現在の 104 円前後の名目ドル/円相場を前提にすると実質ドル/円相場は長期平均から+20～25%程度の上方乖離になる¹。

表に示したように、これが+10%の上方乖離まで縮小してくることを想定した場合、名目ドル/円相場は 95 円割れが視野に入ってくる。言い換えれば、現状の日米物価格差と過去の経験則を踏まえ「正常」への回帰を模索した場合、95 円割れはさほど不思議な話ではないという話になる。

¹ 例えば長期平均から+20%乖離の場合は「((86.6×1.2)×98円)÷100＝101.8円」と計算する。

もちろん、日米物価格差が横這いという前提自体が成立せず、日本の物価が米国のそれを恒常的に上回るような局面が常態化してくれば、名目ドル/円相場が円高にならずとも、実質ドル/円相場は円高方向へ調整し、上方乖離率も縮小する。だが、前頁図にも示されるように、足許の物価情勢を踏まえれば、そのような物価格差の逆転が俄かに発生するとは到底考えられないというのが実情だろう。実質ドル/円相場が過剰な円安・ドル高に振れているとした場合、そのツケはやはり名目ドル/円相場が払うと考えるのが自然であり、その場合の1つの目処が95円という水準にあるのではないかと筆者は想定している。



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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はバramerター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに始まったBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で悪い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」を言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
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	投機がポジションにおける「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～