

みずほマーケット・トピック(2017年3月22日)

ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～

昨日のドル/円相場は一時 111.50 円を割り込み、昨年 11 月末以来の安値まで値を下げていく。これまでの本欄で繰り返し述べてきた論点だが、「分かりもしない財政出動の影響」を当て込んだ米金利上昇やドル高には不信感しかないというのが筆者の昨年 11 月以降の基本認識であり、そのような見方が市場にも浸透しつつあるのではないかと考えられる。一般的に参照されることが多い購買力平価(PPP)は「95～105 円」に集中しており、筆者はこの価格帯を「PPPのコアゾーン」と呼び、収斂すべきポイントとして常に注目してきた。現状のドル/円相場は依然として過剰な円安・ドル高状態であり、やはりこのコアゾーンを目指しているように思えてならない。相場について「たれば」を述べるつもりは無いが、(根拠が薄弱な)トランプラリーがなければ昨年ないし年初には恐らく 100 円割れで定着していたのではないかと。引き続き年内に 100 円付近へ回帰というのが現在の筆者が持つ相場観に最も近いものである。

～ドル/円相場の水準感について～

昨日の為替市場はドル相場が急落する展開。医療保険制度改革法(通称オバマケア)撤廃に加え、金融規制改革案やインフラ投資案といった市場参加者の心理を支えてきたテーマについてもその進捗度合いに不透明感が強まっており、NY ダウ平均は前日比▲237.85ドルとトランプ政権発足後最大の下げを記録している。ドルもこれに連れて手放されており、本日東京時間のドル/円相場は一時 111.50 円を割り込んでいる(これは昨年 11 月末以来の安値となる)。これまでの本欄で飽きるほど述べてきた論点だが、「分かりもしない財政出動の影響」を当て込んだ米金利上昇やドル高には不信感しかないというのが筆者の昨年 11 月以降の基本認識である。3月14日のFOMC以降の金融市場の動きは、そのような見方が徐々に浸透しつつあることの結果なのではないか。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
58.7	購買力平価(輸出物価、73年基準、2017年1月)
75.1	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2017年1月)
75.7	購買力平価(輸出物価、80年基準、2017年1月)
77.6	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2017年1月)
90.5	購買力平価(企業物価、80年基準、2017年1月)
94.93	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)
96.5	購買力平価(企業物価、73年基準、2017年1月)
100.5	17年3月時点の採算レート(内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」)
102.5	購買力平価(OECD、2015年、GDPベース、※2.)
103.1	購買力平価(消費者物価、80年基準、2017年1月)
104.9	想定為替レート(日銀短観、2017年1月調査、通年)
105.3	世界銀行算出購買力平価(2015年)
109.5	購買力平価(OECD、2015年、民間最終消費ベース)
111.5	2017年3月22日
113.1	16年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2016年度企業行動に関するアンケート調査」)
126.5	購買力平価(消費者物価、73年基準、2017年1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16年12月公表時点(毎年6月・12月に週次改定あり)

ドル/円相場が約4か月ぶりの安値に到達したところで、当面のドル/円相場に対する水準感についてヒントを与えておきたい。上表は筆者が為替相場見通しを策定するにあたって使用しているドル/円相場の節目表であり、各種購買力平価(PPP)を計算し、円高・ドル安順に並べたものである。また、この中に本邦輸出企業の採算レートや想定レートも示すことで、現状との比較イメージを得ようとするものである。表に示されるように、一般的に参照されることが多い PPP は「95～105 円」に集中している印象があり、筆者はこの価格帯を「PPP のコアゾーン」と呼び、1つの収斂すべきポイントとして常に注目している。過去2年の本欄では「2014年6月以降の過剰なドル高・円安相場の1つの着地点が PPP のコアゾーンとなる」という相場観を基本とし、実際、昨年11月の大統領選挙前には概ね100～105円程度のレンジに収斂しつつあった。相場について「たられば」を述べるつもりは無いが、(根拠が薄弱な)トランプラリーがなければ昨年ないし年初には恐らく100円割れで定着していたのではないかと筆者は考えている。それだけにトランプ政権への期待剥落とともにそのような相場観が再び有効になってくることもまた必然ではないか。

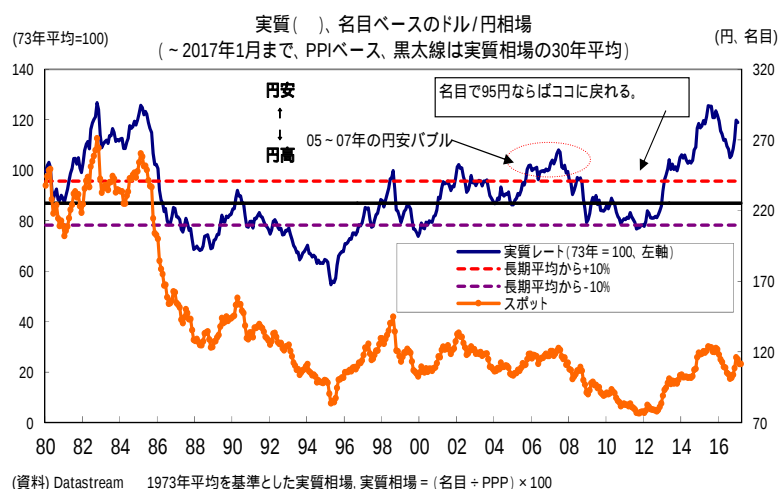
こうした PPP を尺度とする水準感に照らせば、110円以上で推移する現状は依然、「過度な円安・ドル高」の域を脱することが出来ていないというのが筆者の本音である。『中期為替相場見通し』(2017年2月28日発行)では年度内の110円割れを想定しているが、それとてコアゾーンから見ればまだ円安気味であり、年内に100円付近へ回帰というのが現在の筆者が持つイメージである。

～実質ベースで示唆される100円割れ～

こうした議論は実質ベースにも当て嵌まる。右図は生産者物価指数(PPI)で実質化したドル/円相場と名目ドル/円相場の推移を比較したものである。1990年代後半以降の実質ドル/円相場は「長期平均±10%」を推移してきた経緯があり、これを大きく上抜けて円安になったことは歴史的には2回しかない。1回目が1980年代前半であり、レーガノミクスの下でのドル高が結局プラザ合意で

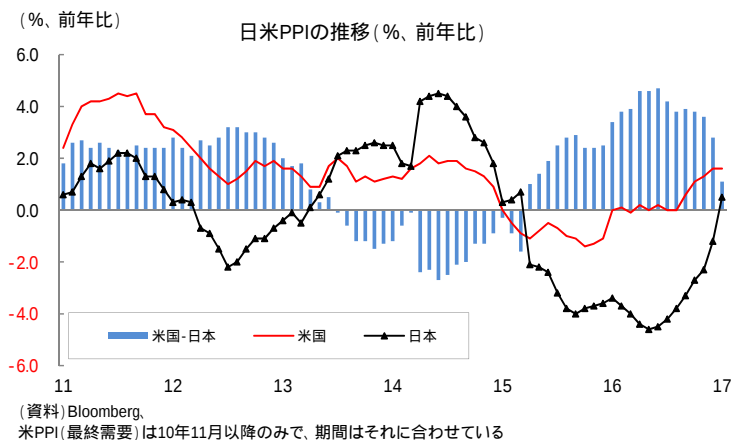
反転させられるまで続いた局面であった。2回目が2012年末からの足許に至るまでの局面であり、世界の主要中央銀行で唯一利上げが出来るFRBがドルの独歩高を引き起こしたことが背景にある。対円では、この局面と第二次安倍政権誕生が重なったため、ドル・円ペアにおいては際立ってドル高が加速したことは周知の通りである。

図示される通り、実質ドル/円相場は歴史的に上限と目されていた「長期平均+10%」を大きく上抜け、過去3年間で平均+30%程度という騰勢が続いている。このような相場は維持出来ないというのが筆者の見立てであり、その調整はいつ起きても不思議ではないと考えている。ちなみに実質ドル/円相場の「長期平均+10%」は現在、1973年を100とした場合、「96」程度である。ここで「実



質相場＝(名目相場÷PPP)×100」の式を前提とすれば、仮に PPP を企業物価ベース PPP の過去 3 年平均である「98 円」とした場合、逆算で求められる名目相場は 95 円程度になる。

要するに、仮に日米の相対的な物価格差が大きく変わらないのだとすれば、実質ドル/円相場が歴史的に違和感の小さい水準に収斂するためには名目ドル/円相場があと 15 円程度、円高になる必要がある。この点、右図にも示されるように、基本的に物価環境については米国が日本を上回る構図が常態化していることもあって、前提とすべき PPP は物価面から円高・ドル安方向の圧力が掛かり続けているという事実を忘れてはならない。元よりトランプ政権の通貨・通商政策に照らせばドル高は維持出来ないと思われるが、そうした政治的要因を除去して物価尺度に照らしても、やはり現状の円安・ドル高水準は行き過ぎに思えてならない。



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
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPF)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票プレビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
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～
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～②
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)