

みずほマーケット・トピック(2018年2月15日)

ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～

昨年安値を更新したところでドル/円相場の水準感を改めて整理しておきたい。一般的に参照されることの多い購買力平価(PPP)は95～110円に密集しており、これをPPPのコアゾーンとして筆者は常に見通し作成上の「軸」と据えてきた。ラフに言えば、ドル/円の評価に関し、95円未満は過大評価、110円以上は過小評価という考え方が基本である。歴史的には実勢相場と企業物価ベース PPP の関係性が示唆に富んできた。企業物価ベース PPP よりも実勢相場が円安で安定推移していた局面は歴史上2回しかない。プラザ合意直前と今次局面がその2回であり、足許でも調整余地は相当大きく残されているように見受けられる。ドル/円の PPP に限らず、総合的な実質実効為替相場(REER)で見ても、円の割安感是否定できず、この点は米財務省も指摘しているのが現状。円相場が「然るべき方向」にいよいよ動き始めたという事実は重く捉えるべきであり、その道程はまだ緒に付いたばかりというのが筆者の基本認識である。

～どうであろうと円高という状況～

昨日の為替市場ではドル相場が続落する展開で、特に対円では本日東京時間も安値の更新が続いている(本稿執筆時点で106.40円台まで下落している)。本欄では昨年安値(107.325円)の突破は「もはや時間の問題」と述べてきたが、あっさり実現した格好である。昨日公表された米1月消費者物価指数(CPI)が総合・コア共に予想を上回ったことで元より高まっていたインフレ懸念が強まり、米10年金利はいよいよ2.9%を突破したが、米株は(今のところ)持ち堪えている。一方、ドル相場は相変わらず軟調であり、ドルインデックスは大幅下落、結果として円高地合いも変わらなかった。米金利上昇にもかかわらず株価が堅調を維持したことは朗報だが、米国の株価や金利がどうであれ円高という状況は日本株ひいては日本経済にとって辛い話である。

昨年安値を更新したところでドル/円相場の水準感を改めて整理しておきたい。右表は本欄で長らく参照にしている各種購買力平価(PPP)の比較表である。一般的に参照されることの多い PPP は95～110円に密集してお

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
58.5	購買力平価(輸出物価、73年基準、2017年12月)
72.0	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2018年1月)
75.5	購買力平価(輸出物価、80年基準、2017年12月)
77.4	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2017年12月)
90.3	購買力平価(企業物価、80年基準、2017年12月)
96.3	購買力平価(企業物価、73年基準、2017年12月)
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
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」)
102.0	購買力平価(OECD、2016年、GDPベース、※2.)
102.8	購買力平価(消費者物価、80年基準、2017年12月)
106.7	2018年2月15日
108.7	購買力平価(OECD、2016年、民間最終消費ベース)
108.8	世界銀行算出購買力平価(2016年)
110.2	想定為替レート(日銀短観、2017年12月調査、通年)
113.1	17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」)
126.1	購買力平価(消費者物価、73年基準、2017年12月)
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
159.0	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2016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17年7月公表時点(毎年6月・12月に週改定あり)

り、これを PPP のコアゾーンとして筆者は常に見通し作成上の「軸」と据えてきた。ラフに言えば、ドル/円の評価に関し、95 円未満は過大評価、110 円以上は過小評価というのが基本認識である。世界銀行や経済協力開発機構(OECD)が示す PPP は 108～109 円程度だが、過去 1 か月ではこの水準で推移していたところ、昨日ははっきりと割り込んだという状況にある。日銀短観 12 月調査における想定為替レートが 110.18 円であるため、日経平均株価にも影響が生じる水準となってきた。表にも示されるように、元より 110 円以上はこれといった有力な目安に乏しいという実情があり、持続可能性という意味では常に不安が付きまとう水準であったことは本欄でも繰り返し論じている。後述するように歴史的には企業物価ベース PPP(1973 年基準)が上限として機能してきた経緯もあり、これを重視するのであれば円高余地はまだまだ大きいと考えられる。

～調整が十分とは言えない～

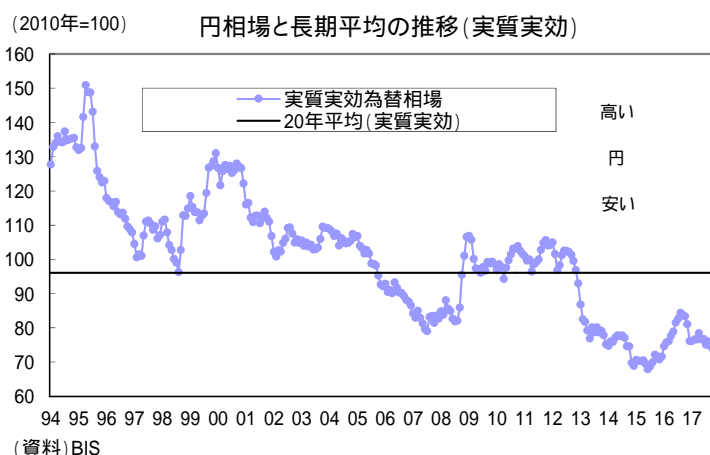
右図は企業物価ベース PPP と実勢相場の乖離率の推移を見たものである。一瞥して分かるように、長い円の歴史においても企業物価ベース PPP よりも実勢相場が円安で推移する(図中のゼロ%よりも上で推移する)ことは稀であった。そのような局面は歴史上 2 回しかなく、それがプラザ合意直前に相当する 1980 年代前半と黒田体制が始まった 2013 年春以降から足許までなのである。図は 2017 年 12 月時点までの



データだが、上方乖離は+17%に及んでいる。図示されるように「+20%」が歴史的な天井になってきたことを踏まえると、やはり物価測度に照らせば「110 円以上の円安(12 月末時点は 112 円)」は行き過ぎ感を覚える。ちなみに、前頁表にも示した通り、2017 年 12 月時点の企業物価ベース PPP は 96 円程度であるため、これが現時点も変わらないと仮定した場合、足許の 107 円付近は+10%程度の上方乖離という計算になる。適切な調整は大分進んだ印象だが、決して十分とは言えない。

～REER で見ても過剰な円安～

なお、ドル/円という通貨ペアではなく実質実効為替相場(REER)で見た場合はどうか。理論的には長期平均に対し回帰性向を持つとされる REER だが、2017 年 12 月現時点では▲24%の過小評価(つまり円安過ぎる)という示唆になっている(図)。ちなみに、米財務省が半年に 1 度公表する為替政策報告書でも円の REER が長期平均対比で▲20%以上割安であるという事実は 2017 年春以



降指摘されており、トランプ政権の「円は安過ぎる」という評価は形式的にも示されている。というよりも、オバマ政権の時代(2016 年 4 月)に「監視リスト」が誕生し、円相場に対しては逐一けん制を働かせてきた経緯があるだけに、米財務省が抱く円安への警戒感が相応に根深いと読むべきなのかもしれない。今後、日米 FTA 交渉などが本格的に検討されるような局面に至れば、「割安な円の REER」は大きくクローズアップされてくる可能性がある。

仮に、円相場が全ての通貨に対して等しく+20%程度上昇すれば REER は概ね長期平均への回帰を果たすことになる。ドル/円相場に関しては 90 円割れも視野に入る議論であり、現時点でそこまで大きな話をする合理性はさすがに乏しい。とはいえ、ドル/円の PPP で見ても、総合的な REER で見ても、円相場が「然るべき方向」にいよいよ動き始めたという事実は重く捉えるべきであり、その道程はまだ緒に付いたばかりというのが筆者の基本認識である。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (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
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステバリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～