

みずほマーケット・トピック (2018 年 11 月 14 日)

ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか

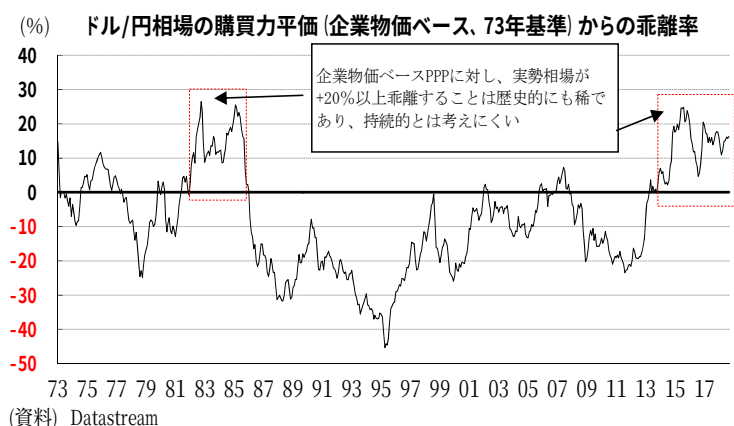
依然、ドル/円相場が明確な方向感を見出すには至っていない。本日までの年初来値幅は 9.99 円という史上最小の値幅に収まっている。歴史的にドル/円相場は企業物価ベース(73 年基準)の購買力平価 (PPP) を下回っていることが多かった。企業物価ベース PPP を安定的に+10%以上上抜けしていたのは「1982 年 3 月～1985 年 9 月」の約 3 年半で、最終的にはプラザ合意に至る特異なドル高局面であった。この時代を除けば+10%以上が続いているのは今次局面ぐらいであり、厳密には「2014 年 11 月～現在」までの約 4 年間も続いている。あくまで企業物価ベース PPP 対比で見ればという条件付きならば、「過去最長の円安局面」に足を踏み入れているとも言えるだろう。また、国際機関などが算出し比較的引用されることの多い PPP は引き続き「95～110 円」に収まっているという状況は変わらない。PPP は決してキレの良い指標ではないが、それでも過剰感を教えてくれる局面は到来する。筆者は今がそうだと考えている。

～英国議会の承認なくして合意ない～

昨晩は複数の英国メディアが、英国と EU が離脱協定に関する文書に関し交渉官レベルで暫定合意したと報じている。本稿執筆時点の続報では 14 日午後 2 時 (英国時間) に離脱草案を承認するための臨時閣議が招集されるという。この報道を受けてポンド相場は上昇しているものの、これまで散々停滞してきた経緯と事の重大さを踏まえるとそれほど大きなアクションとは言えない。ユーロ相場に関しても同様である。株式市場に目をやれば NY ダウ平均は続落しており、ドル/円相場も上値追いつきとはなっていない。結局、多くの参加者はブレグジット交渉に絡む最大の難関が「英議会の分裂」にあることを認識しているということなのだろう。英国と EU と合意しても、英国議会がこれを認めない限り何も合意したことにはならない。本件は続報を待って再度議論したいと思う。

～企業物価 PPP 対比では「過去最長の円安局面」～

既述の通り、ブレグジット交渉合意という大きなヘッドラインを受けてもドル/円相場が明確な方向感を見出すには至っていない。本日までの年初来値幅は 9.99 円 (高値 114.55 円－安値 104.56 円) であり、これは史上最小の値幅である。過去の本欄でも幾度か述べてきたように、歴史的に見ればドル/円相場は企業物価ベース(1973 年基準)の購買力平価 (PPP) を下回っているこ



とが多く、上抜けするにせよ、その上限は+20%程度であることが経験則としてあった(前頁図)。企業物価ベース PPP を+10%以上上抜けしていたのは「1982年3月～1985年9月」の約3年半で、最終的にはプラザ合意に至る特異なドル高局面であった。この時代を除けば+10%以上が続いているのはアベノミクスを受けた今次局面ぐらいであり、厳密には「2014年11月～足許」までの約4年間、続いている(※但し英国民投票を受けた2016年6月から10月の5か月間を除けば、やはり約3年半程度)。つまり、現状は企業物価ベース PPP 対比で見ればという条件付きならば「過去最長の円安局面」に足を踏み入れているとも言える。

こうした動きを構造的な変化と解釈する向きもあるだろう。今や日本は未曾有の人手不足を経験しており、将来的な賃金ひいては一般物価の上昇は必然であるため、いずれ PPP 自体が円安・ドル高へ修正されてくるという考え方である。実勢相場はそうした未来を先取りして円安・ドル高になっているだけであり、いずれ乖離率は PPP の水準調整(より円安気味の PPP)によって解消されていくという整理だ。こうした見方は一見理が通っているようにも見えるが、事実として消費者物価指数(CPI)や国内企業物価指数(CGPI、いわゆる生産者物価指数としてのPPI)の仕上がりは異次元緩和が導入された5年前から大して変わっていないため、そうした大胆な仮説に乘れるだけの証拠があるとは言えないだろう。どちらかと言えば、足許における行き過ぎ感を懸念したいというのが筆者の立場である。ちなみに、2018年9月時点で企業物価ベース PPP は96円程度である。せめて+10%未満の乖離率に収まることを想定するならば、105円程度までの調整が視野に入る。そこまでの値動きがあったとしても、歴史的に見れば、それほど無理な円安・ドル高とは言えない。

～歴史的な円安・ドル高が続く～

右表は本欄で折に触れて参考になっているドル/円相場の節目表である。これまでも繰り返し紹介してきたように、PPP には多様な種類が存在するが、国際機関などが算出し比較的引用されることの多い PPP は 95～110 円に収まっているという印象が強い(現状であれば 95～105 円という見方も可能である)。筆者はこれを「PPP のコアゾーン」と呼び、ゾーンを上抜ければ過剰な円安、下抜ければ過剰な円高というラフなイメージを持った上で為替見通しを検討してきた。現状の113～114円は各種 PPP から近似値を探すのが簡単ではない水準であり、直感的にはやはり「過剰な円安」という印象を受ける。実勢相場は PPP にいる時間が最も短いものであるため、その運用にあたっては比較的長い目線かつ大きなレンジでその過剰感を捉える姿勢が必要になる。その意味

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
57.2	購買力平価(輸出物価、73年基準、2018年9月)
72.0	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2018年11月)
73.7	購買力平価(輸出物価、80年基準、2018年9月)
76.7	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2018年9月)
90.3	購買力平価(企業物価、80年基準、2018年9月)
96.3	購買力平価(企業物価、73年基準、2018年9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)
99.6	購買力平価(OECD、2017年、GDPベース、※2.)
99.6	購買力平価(世界銀行、2017年)
100.6	18年3月時点の採算レート(内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」)
100.9	購買力平価(消費者物価、80年基準、2018年9月)
106.2	購買力平価(OECD、2017年、民間消費ベース、※2.)
107.4	想定為替レート(日銀短観、2018年9月調査、通年)
113.7	2018年11月13日
114.3	18年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」)
123.7	購買力平価(消費者物価、73年基準、2018年9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月に適宜改定あり)

では上述したような①企業物価 PPP 対比+10%以上の円安・ドル高がプラザ合意直前の局面よりも長く続いていることや、②「PPP のコアゾーン」も明確に逸脱していることなどを踏まえ、現状を「過剰な円安」と評価し、1 年先の相場見通しの方向感を検討することはさほどの外れではないように思える。PPP は決してキレの良い指標ではないものの、それでも過剰感を教えてくれる局面は到来する。筆者は今がそうなのではないかと考えている。

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。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11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鑑寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける陰路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年