

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 1 日)

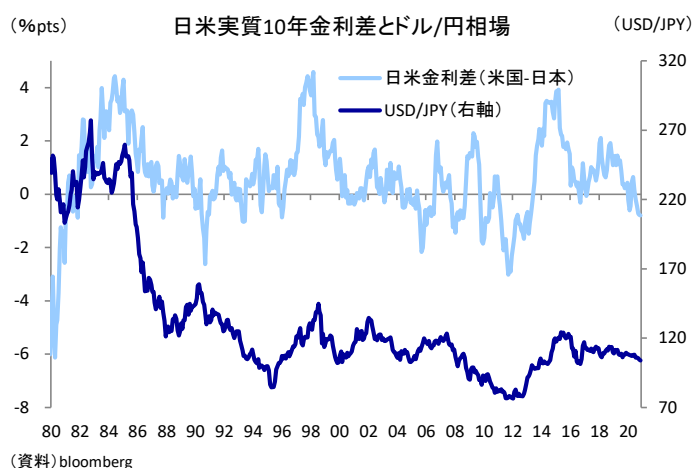
実質金利とドル/円相場にまつわる議論について

「金利差なき世界」となる中、名目金利差から為替レートを議論することが難しくなっている。そこで「実質金利の低下がドル安をもたらす」という主張がよく用いられるようになっている。確かに、中長期的かつ理論的には「実質金利の低下」は重要なテーマ。名目金利だけで全てが決まるならばブラジルレアルやトルコリラが常に上昇していなければおかしい。だが、ドル/円相場という「名目の世界」の予想を検討するのに、「実質の世界」の話から説明しようとする場合、丁寧な説明を尽くす必要がある。そもそも「実質金利＝名目金利－インフレ（もしくはインフレ期待）」だが、先進国の名目金利は概ねゼロだ。すなわち、実質金利を比較することはインフレないしインフレ期待を比較することであり、結局は中長期的に見た購買力平価（PPP）を議論するということに等しい。また、実質金利が大事だということであれば、分析対象であるドル/円相場を最初から実質化した上で、その推移を振り返り、今がどういった場所にいるのかを説明する方が分かりやすい。実質ドル円/相場はかつての「過剰な円安」が常態化しており、発想の転換も必要となる状況。諸説を検証しながら、「実質金利低下でドル安」の匙加減も知っておきたい。

～実質金利を持ち出す風潮について～

「金利差なき世界」となり名目金利差から為替レートを議論することが難しくなっている状況下、「実質金利の低下がドル安をもたらす」という主張もそこかしこで目にするようになっている。確かに実質ベースで見た米金利の低下とドル相場下落はグラフにすれば平仄が合うものであり、恐らくは株高とも平仄が合うだろう。コロナ禍においては多用されている理屈である。

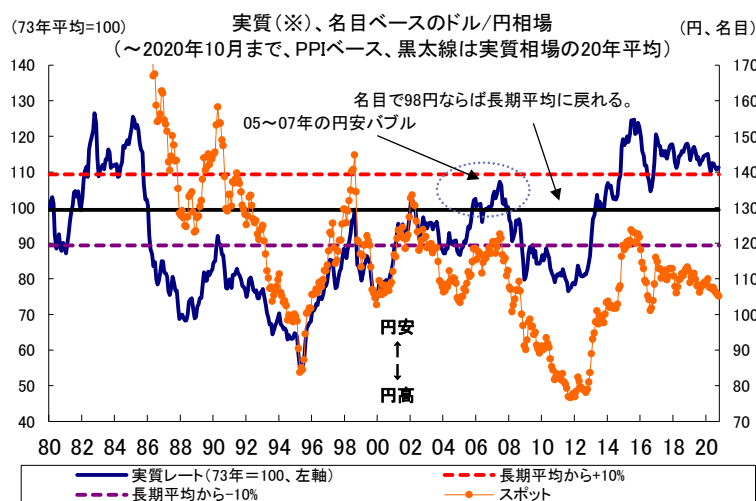
確かに、中長期的かつ理論的には「実質金利の低下」は重要なテーマだと考えられる。名目金利だけで全てが決まるならばブラジルレアルやトルコリラが常に上昇していなければおかしい。だが、そうしたマクロ経済政策が極端に稚拙な新興国と先進国を同次元で扱うべきかという問題意識は持つべきであろう。そもそもドル/円相場という「名目の世界」の予想を検討するのに、「実質の世界」の話から説明しようとする場合、丁寧な説明を尽くす必要がある。まず、「実質金利＝名目金利－インフレ（もしくはインフレ期待）」だが、先進国の名目金利は少なくとも「金利差なき世界」では概ねゼロだ。すなわち、実質金利を比較することはインフレないしインフレ期待を比較することであり、結局は中長期的に見た購買力平価（PPP）を議論するということになる。この点、物価情勢の比較という意味では



常に「米国＞日本」なのだから、円高・ドル安の結論が導出されることになる。しかし、「PPP で見れば円高・ドル安」という議論はドル/円相場に常にあるものであって、目新しいものではないし、必ずそうやってきたというものでもない。米国の金利がゼロまで低下し、「金利差なき世界」になったからこそ実質金利という尺度に焦点が当たっているように、前頁図に示すように、そもそも日米の実質 10 年金利差とドル/円相場の関係性がそこまで示唆的であったとはいえない。

～ドル/円相場を実質化して見えてくるもの～

実質金利が大事だというのであれば、分析対象であるドル/円相場を最初から実質化した上で、その推移を振り返り、今がどういった場所にいるのかを説明する方が分かりやすい。理論的には「実質為替相場＝名目相場÷(国内物価÷外国物価)×100」と定義される。なお、「国内物価÷外国物価」は購買力平価(PPP)なので「実質為替相場＝名目相場÷PPP×100」とも書ける。右図はこの定義に従ってドル/円相場を日米企業物価で実質化し、



(資料) Datastream ※1973年平均を基準とした実質相場、実質相場＝(名目÷PPP)×100

長期平均(20年平均)からの乖離(±20%)を見たものである。参考として名目ベースのドル/円相場の動きもプロットしておいた(以下単に名目レートと実質レートという呼び方にする)。

名目レートと実質レートの軌道は概ね同じだが、歴史的に見た相対的な水準感は局面によって異なる。例えば 2005～07 年の円安バブルでは 120 円を超える円安・ドル高となっていたが、歴史的に見れば、それほど突出した円安・ドル高水準ではなかった。しかし、実質レートで評価した場合、長期平均から約+10%乖離した水準を天井として反転した。図示されるように、当時としては実質レートが「長期平均から約+10%乖離」というのはプラザ合意直前の円安・ドル高以来の話であり、明らかに「過剰な円安・ドル高」という風潮があった。

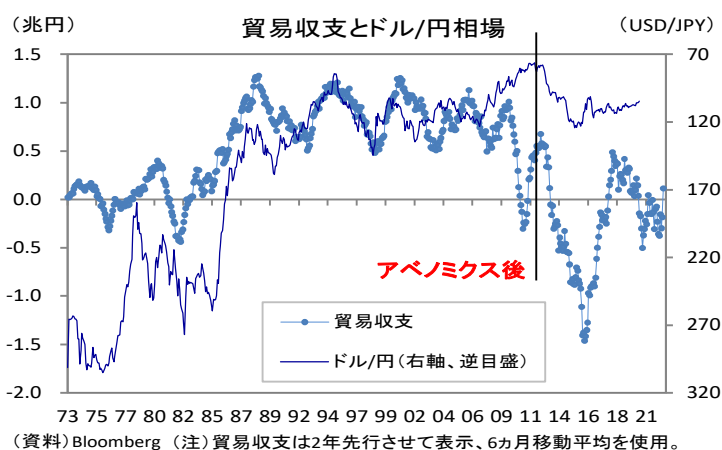
一方、2012 年 11 月以降、アベノミクス下で見られた円安・ドル高はやや趣が異なる。名目レートは 125 円まで円安・ドル高となり、この点は 2005～07 年の円安バブル時と概ね同じであった。しかし、この間の日米物価格差が大きかった(米国が高く、日本が低かった)こともあり、名目レートが 125 円をつけた 2015 年 6 月の段階で実質レートは長期平均から約+25%乖離していた。前回円安局面の経験から「長期平均から約+10%乖離が天井」という発想に従うならば、せいぜい 110 円程度までが 1 つの目安と考えられたが、このような読みは全く報われなかった。その後、足許に至るまでも長期平均からの乖離は+10%どころか、+15～+20%のレンジを推移しており、かつて天井と呼ばれたゾーンを優に破って定着している。黒田緩和を異次元緩和と呼称することが多いが、実質レートという意味においてドル/円相場はアベノミクス下で異次元にシフトした感はある。

～途切れた伝統的経路～

冒頭で述べたように、結局、「実質金利低下が重要」と言っても、その実は両国の物価比較にしなければならない。「米国の実質金利低下でドル安」をドル/円というペアに当て嵌めるには、2012 年以降の実質レートがなぜここまで大幅な円安・ドル高で放置されているのかを考えなければならない。これは「実質で見た円安圧力も強そうである」という事実を確認する作業である。

定義式からも明らかなように、実質レートは 2 国間の物価格差を加味した水準という意味で PPP と同じことを言っている。2020 年 10 月現在、企業物価ベース(73 年基準)の PPP は 95 円だが、この水準は 2012 年を最後につけていない。実質レートや PPP が「想定される値」から乖離したままである理由は何か。筆者はやはり需給構造の変化が重要と考える。そもそもドル/円相場が「あるべき値(ここで実質レートの長期平均 or 購買力平価)」から過小評価(円安・ドル高)されていた場合、「あるべき値」への調整(円高・ドル安)が進むのはその円安・ドル高によって日本企業の国際競争力が改善し、日本から世界への輸出が増加、貿易黒字が拡大するからである。拡大した貿易黒字はいずれアウトライトの円買い・ドル売りとして為替市場に現れる。そして円高を招くという話だ。

しかし、金融危機後、円相場と貿易収支の関係は薄れ、2012 年以降は円安・ドル高にもかかわらず貿易赤字が目立つようになった(図)。赤字だからこそ円高・ドル安に進まなくなったとも言えるが、過去の日本経済であれば「円安→輸出増→黒字拡大」への波及が期待されるはずだった。「実質レートが円安になっても輸出が増えず、したがって容易に円高にもならない」という事実は、今流行りの「米国の実質金利が低下するからドル安になり、円高が進む」と一緒に検討しなければならない事実と考えられる。

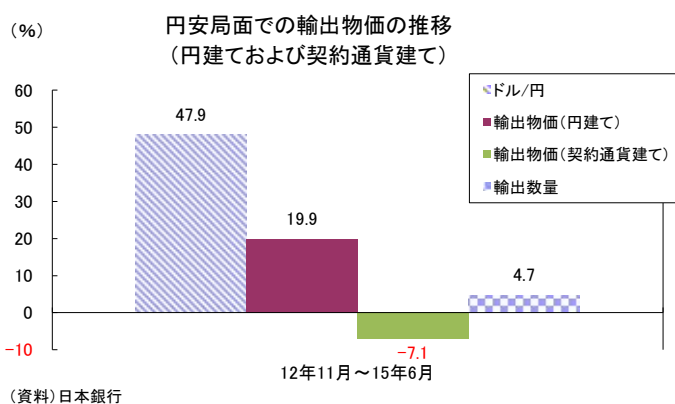


～円安と輸出増のリンクが切れた理由～

繰り返しになるが、「為替の変化→国際競争力の変化→輸出の変化→需給の変化」という経路をたどって初めて、ある水準が過剰に円安(もしくは円高)だと言えるのである。しかし、今はその経路がなくなった。よって、今の水準がかつてほど「過剰な円安」とは言えなくなっている事実が想定される。ドル安予想にとっては気になる事実だ。

なぜ、円安と輸出はリンクしなくなったのか。

これには諸説ある。基本的な事実を押さえておこう。円安で輸出数量が増えるのは、外貨に対して安くなった円を利用して現地通貨建ての販売価格を値下げできるからだ(統計上は契約通貨



建てと呼ぶので前頁図ではそのように表示)。しかし、日本企業は 2012 年 11 月から 2015 年 6 月に約 48%も円が対ドルで安くなったにもかかわらず、現地通貨建ての輸出物価は▲7.1%しか値下げされなかった。片や、円建てでは約+20%の上昇が確認された。これは日本企業が「粗利益＝利幅×数量」の中で、数量を増やして市場シェアを押さえて粗利益を積み上げるのではなく、数量を据え置きにして利幅を厚くすることで粗利益を積み上げる戦略を取ったことを意味している。約 48%も円安・ドル高が進んで、輸出数量は+5%も増えなかったのだから、貿易収支が黒字に転換することもない。

では、なぜ数量を追わなかったのか。この点についても考え方は複数ある。まず、数量を「追わなかった」のか、それとも「追えなかった」のかという問題がある。例えば、過去と違って日本の輸出製品が高付加価値化しているので値引きしても売れる数量が変わらないという見立てから、敢えて数量を「追わなかった」という経営判断があったのかもしれない。もしくは、過去の本欄でも何度か議論しているが、現地生産・現地販売のアプローチが効率的とみなされていることで、日本から輸出数量を増やすことが物理的に難しく「追えなかった」という事情も考えられる。東日本大震災を境としてリスクヘッジとしての生産移管も相当進んだと言われているから、これも一定の事実であろう。もちろん、貿易は常に相手がある話なので、理由は他にも考えられる。その局面における海外経済の(日本製品への)需要が芳しくなかったという事情もあるだろう。そこには当地の景気動向だけではなく、日本の競合となりそうな他の輸出国の存在も加味する必要がある。

いずれにせよ、諸要因が重なった末に「為替の変化→国際競争力の変化→輸出の変化→需給の変化」という経路に辿りつかなかったのは事実であり、だからこそ実質レートで見た過剰な円安・ドル高が放置されているという現状に繋がってくる。かつての尺度に照らせば過剰と言えた実質レートの円安・ドル高はもはや過剰ではなくなっており、新しい天井やボトムを検討しなければならない状況とも言える。P.2 の図を一見する限り、長期平均から+10%乖離というかつての天井は今やボトムになっているようにも見える。

最近、金融市場で持てはやされる「実質金利の低下がドル安を招くので円高・ドル安が進む」という主張は腑に落ちやすく、筆者も大筋では同意するものだ。しかし、日本経済がかつてのような「円安→輸出増」という経路に頼れなくなっていることを思えば、そのドル安相場も、金融危機後に見たようなヒステリックな円高を招くものにはならないだろう。掘って立つ実需が失われた以上、市場に現れる円買い・ドル売りにも限度はあると考えたい。

市場営業部・金融市場部
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
2020年11月27日	週末版(緩和の「収獲通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ＆アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランシースート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)