

2024 年 4 月 18 日

通貨ニュース

日本:ドル/円相場と購買力平価の乖離に関する理論的解釈

過去、ドル/円の実勢相場と購買力平価(PPP)の間に大きな乖離が発生していることに関し、『みずほマーケット・トピック』などでは、「製造業の海外移転が完了した中、円安になっても財輸出は増加せず円高への回帰が発動しない。よって、PPP の意味は薄れている」と説明してきた。とはいえ、実勢相場が PPP 対比で大きく円安に傾いている環境下、事業会社の為替担当者の間でも PPP に対する注目度は高まっているように思う(図表 1)。円高回帰を主張するアナリストも、大抵が PPP への収れんを根拠の 1 つとしている。弊行では度々主張してきた通り、「PPP(円高)が実勢相場(円安)に収れんする」未来を予想している。本欄では、実勢相場と PPP の過去、現在、未来に関し、理論的な背景も加えつつ弊行の考えを補強したい。

バラッササミュエルソン効果から読み解く PPP

まず、図表 1 で示しているように、内外インフレ格差を背景に、PPP は一貫して円高基調にあった。そのうえで、生産者物価指数(PPI)ベースの PPP と実勢相場を比較すると、2013 年前後で PPP と実勢相場の立ち位置が逆転していることがわかる。もちろん日銀の異次元金融緩和の影響は大きいですが、上述の通り、生産拠点の海外移転に伴う本邦製造業競争力低下も見逃せない。ここで注目したいのが、PPP はそもそも一物一価を前提としているが、計算に使う物価指標には、一物一価とはならないサービス(非貿易財)も含まれている点だ。ただし、国内では、労働コストは分野で大きくは変わらないので、財とサービスの価格はある程度平準化される。となれば、日本の財価格は割安、ということになる。即ち、日本のように製造業競争力が高かった国では、実勢相場は PPP よりも円高方向に傾きやすい。反対に言えば、PPP の計算で用いられる物価指標は実勢(貿易財)よりも割高であり、PPP は円安方向に傾きやすい、ということだ。2013 年前後に、これとは真逆の動きが発生したと整理することが可能だ。これは、「(発展途上国のように)経済成長率が高い経済では実質為替レートが急激に切り上がる傾向にあり、実質所得水準が上昇するほど相対的に物価水準が高くなる傾向にある」という経験的な現象を理論的に説明するもの¹⁾といった、バラッササミュエルソン効果の考えに基づいている。

財・サービスの分類で PPP を確認

上記の議論を踏まえ、PPP と実勢相場の未来を予測すべく、財・サービスの分類に分け、PPP を試算した(図表 2、3)。着目すべきは、①2010 年代半ば以降ほぼ一貫してサービス PPP のほうが円高を示唆してきた、②近年財 PPP は円安方向にシフトしている、③サービス PPP はいまだに円高局面にある、ことだろう。この傾向は、PPI で見ても、消費者物価指数(CPI)で見ても変わらない。①は、やはり本邦製造業の競争力低下に伴い、財が割高になり(サービスが割安になり)、財 PPP が円安に傾きやすかった(サービス PPP が円高に傾きやすか

金融市場部

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔

03-3242-7065

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

った)、と考えられる。特に、CPI ベースで見た財 PPP は、足許では実勢と相違ない円安水準にあることは見逃せない。②、③に関しては、コストプッシュインフレで財価格が上昇し財 PPP が円安シフトした一方、賃金の伸びは追いつかずサービス PPP が円高放置されたまま、と解釈するのが正確だろう。この点、2024 年春闘では 33 年ぶりの高水準の賃上げ率が実現しており、これが日銀の目論見通りサービス物価に反映されるようであれば、サービス PPP が円安方向に反転する公算が大きいだろう。2024 年春闘は「官製賃上げ」の側面も大きいものの、特にサービス業においてはすでに人手不足が深刻なこと、労働人口減少が長期的なトレンドであることなどを踏まえれば、尚更である。本欄冒頭では、「PPP(円高)が実勢相場(円安)に収れんする」としたが、上述の通り名目賃金上昇から PPP が円安にシフトする、というのが根拠になっている。これらのイメージをまとめたものが、図表 4 である。財・サービスの分類でいえば、本邦製造業が競争力を取り戻し、財が割安となれば、実勢相場(円安)が PPP(円高)に収れんする可能性もありえなくはないが、少なくとも短期的には難しいだろう。

PPP ではドルが過小評価されているという側面も

補助的な議論だが、PPP で見た場合、特に円との比較ではドルが過小評価されやすい側面があることも付け加えたい。図表 5 でもわかる通り、物価指標に占めるサービスのウェイトは、米国のほうが高く、その差は過去広がってきた。米国の高インフレをけん引してきたのはサービスであるため、貿易財だけでなくサービス(非貿易財)も含めた物価指標に基づいた PPP では、ドルは過小評価されやすいという点も指摘できる(図表 6)。

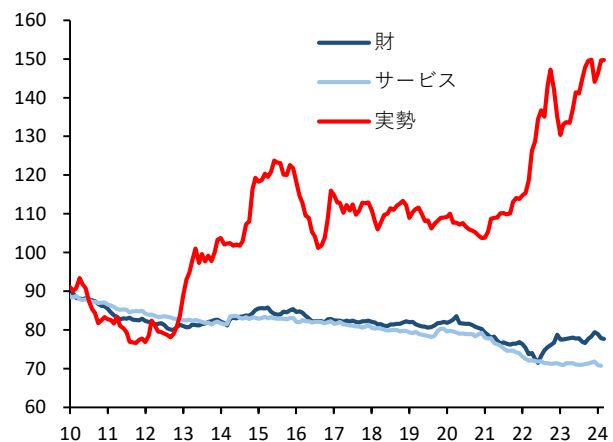
『政策統括官室(経済財政分析担当)、“世界経済の潮流 2005 年春”、内閣府、2005 年 6 月、https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh05-01/sh05-02-fuchu.html、(参照 2024 年 4 月 11 日)

図表 1:ドル/円相場の実勢と購買力平価(73 年基準)



出所: Datastream、みずほ銀行

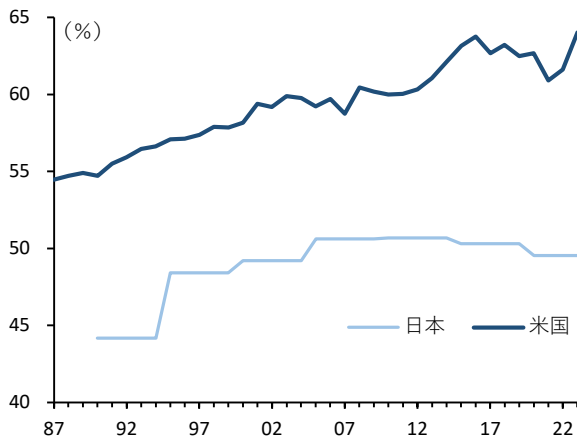
図表 2:ドル/円と生産者物価(PPI)ベースの PPP



出所: Macrobond、Datastream、みずほ銀行
※2010 年基準、米 PPI のデータは季節調整前を使用

図表 3:ドル/円と消費者物価(CPI)ベースの PPP


出所: Macrobond、Datastream、みずほ銀行
※1973 年基準、季節調整前データを使用

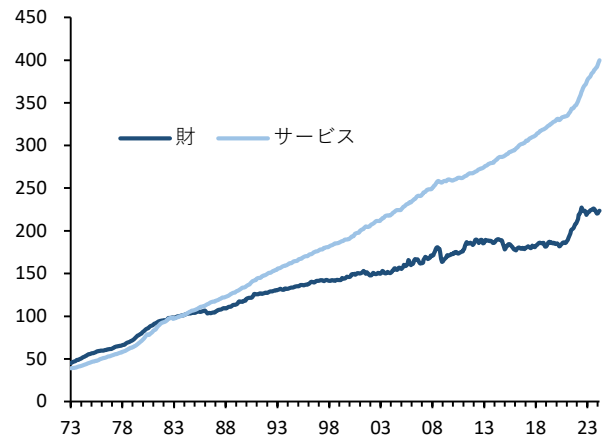
図表 5:消費者物価指数のうちサービスが占めるウェイト


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4:ドル/円と PPP のイメージ図

	実勢相場	購買力平価 (PPP)
～2013年	貿易財は割安→PPP対比で円高へ	内外インフレ格差で円高へ
～2024年	本邦製造業競争力低下に伴い、貿易財は割高に→PPP対比で円安へ	内外インフレ格差で円高へ
2024年～	製造業の国内回帰、対内直接投資の活発化などにより本邦製造業競争力が上昇すれば、PPP対比で円高方向へ調整する可能性も	人手不足の深刻化に伴い名目賃金上昇圧力が高まり、特にサービス部門でインフレが顕著に→内外インフレ格差縮小で円安へ

出所: みずほ銀行

図表 6:米消費者物価指数(1982～84 年＝100)


出所: Macrobond、みずほ銀行 ※季節調整前

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。