

第二回

『 為替相場の使い方（その一：購買力平価） 』

■ 為替の世界は海凶なきカオスの世界のように思われがちだが、それは必ずしも正しく無い。いかなる価格相場形成にもそれなりの根拠がある。バブル相場も時には現れるが、それは人間の期待が理論的根拠から逸脱するまで膨れたときに示現する。

為替相場が他の相場と基本的に異なる点は、それがお金とお金の交換相場であることだ。だからそれは「両替」とも呼ばれ、A通貨とB通貨の両替の時点では「等価交換」であるからこそその為替売買は“done”となる。

だがそれを時間軸のうえで考えると一定期間後にはもはや等価とは限らない。なぜならA国の物価がB国のそれよりも高騰すれば、購買力はA<Bとなり、その時点での交換レートは $A+a=B$ でなければ等価交換は成り立たない。これが購買力平価（Purchasing Power Parity 略称PPP）の考え方である。

（簡単な例でいえば、仮に今持っている100ドルを10,000円に両替（等価交換）したとしよう。米国の物価が一年後に2%上がり、かたや日本の物価が不変ならば、一年後には米国では102ドル出さないと同じものが買えないが、日本では10,000円のままでおなじものが買える。従って一年後の1ドルと円との交換は $10,000 \div 102 \approx 98.04$ 、つまり現在の交換レート1ドル100円が一年後には凡そ2%ドル安の98.04円になってはじめて等価交換が成り立つ。それが両国の物価格差2%調整を織り込んだ等価交換レートとなる。）

■ PPPは為替(両替)相場を長期展望（あるいは過去を回顧）する上で有用である。それはPPPが本源的な等価交換水準を指針している海凶だからである。だがその際留意すべき点は比較の「出発基準時点」と調整に使う「物価指数」の二つである。（公財）国際通貨研究所（IIMA）ではドル円基準相場の出発時点をスミソニアン協定後1973年第一四半期ドル円平均相場282.03円、物価は日米の消費者物価（CPI）、企業物価（WPI）、輸出物価（XPI）を採用している。

（添付チャート「ドル円購買力平価と実勢相場」を参照）

1973年のドル円の年初平均相場282円以来の38年間を経たいま、PPPチャートが2011年末の理論値として示唆する相場水準は次のようである（四半期移動平均による市場実勢相場は2011年末現在77.81円であった）。

消費者物価格差調整による購買力平価 (PPP/CPI) :	130.07円
企業物価格差調整による購買力平価 (PPP/WPI) :	99.49円
輸出物価調整格差調整による購買力平価 (PPP/XPI) :	62.04円
（ただし輸出物価は統計データの関係上1990年基準）	
（比較）四半期移動平均による2011年末市場実勢相場 :	77.81円

蛇足ながら、これらの相場は1973年のドル円の年初平均相場282円が、38年経った現在幾らなら等価交換が成り立っているかということを示している理論値に過ぎないことに留意したい。

■ 四半期移動平均による市場実勢相場（名目）の足取りを過去38年についてチャートを辿って回顧すれば、1980年前半から1985年央のプラザ合意まではドル高、それ以後はほぼ一貫して円高・ドル安の流れに歯止めが掛からず、輸出物価PPPをも突き抜ける超円高を示現、当時底なきドルの下落（free fall of the dollar）とまで言われた。

その後、ドル下落に歯止めを掛けるためとも言われたルーブル合意後の日本の金融緩和からバブル発生へと繋がる。1990年代ブッシュ（父）政権時代にはほぼ輸出物価PPPレベルに戻るが、その間に日本では資産価格バブルが発生し崩壊する過程を辿ることになる。

クリントン政権前期の1990年代前半、国際金融外交不案内の新任ベンツェン財務長官による円高容認失言を契機に輸出物価PPPをも突き抜ける超円高が再び示現するが、クリントン政権後期にはアジア通貨危機を境に企業物価PPPレベルまでドル安は是正された。しかし危機後は再び円高傾向へ戻る。2001年からのGWブッシュ政権下では企業物価PPPレベル方向への調整が進み、リーマンショックまではその近辺で推移するが、それはわが国輸出にとって居心地悪からぬ環境であった。

しかし、リーマンショック後のオバマ政権下では米国金融財政政策の緊急策発動（2次に及ぶFRB量的緩和策を含む）もあり、またその後のギリシャ問題悪化後のユーロ危機の煽りをうけて、再び急速な円高方向が出現、遂に市場実勢ドル円相場は史上最高値（75円台）を示現する。このようにPPPチャートは近年の円ドル相場の足跡を特に輸出物価PPPとの関係において克明に物語っている。

■ このPPPチャートが教えてくれることは、日本の輸出物価安（価格競争力強）が年率平均4%ものPPP調整圧力を38年に亘って生んできたということだ。その結果2011年末の輸出物価PPPは62円04銭と算定され、理論値とはいえそれは日本の輸出全体としてドル円相場62円までは耐えられることを意味する。

（公財）日本研究センターの最近の調査では、その価格競争力は実は輸出産業の収益率の低さとほぼ踵を一つにしたもので、いわば墓穴を掘ってきたとも言える。円高が原料・エネルギーの輸入コストを下げて交易条件を好転させた分を海外に無料還元してしまっただけでなく、それが更なる輸出物価格差を生み、結果として理論値とはいえ輸出物価PPPを更に円高へと誘導していることになる。

またそれは貿易収支の黒字基調を実力以上に支えることになる結果、対外的にも円高是正への政治的共感が得られないことになる。ここで明らかなことは、わが国輸出産業は円高の対外価格転嫁を進めるべきであり、それが出来る輸出競争「実力」を持たない限りは墓穴を掘り続けると言うことだろう。

（因みに38年間の日米消費者物価格差は年平均約2%であり、この物価格差の累積を調整すると、1973年のドル円の年初平均相場282円は2011年末においては130円となる。日米企業物価格差は年平均約2.7%であり、同様に調整すれば99円49銭となる。）

■ では将来に向かってPPPチャートをどう読み、使うべきか。

まず大事なことは現在の市場実勢相場水準が、この海図の上で何処辺りに位置しているのかが確かめられることだろう。ドル円実勢相場は1997年以来ほぼ一貫して輸出物価PPPよりも円安ゾーン（企業物価PPP寄り）にあった。殊にリーマンショック直前までの7年近くは企業物価PPPに極めて近いゾーンを推移していた。この時期を回顧する限り、わが国貿易にとって比較的平穏時であったと考えるべきで輸出業界にかなり有利な環境であったと言える。

次に近時点の実勢相場の動きがどちらを向いているかを趨勢的に感知することが出来る。リーマンショック後の3年は明らかに過激な円高方向が観察されるが、特に企業物価PPPからの実勢相場の乖離が拡大しただけでなく、輸出物価PPP自体も企業物価PPPから乖離していることで、上述した墓穴掘りが続行中であることが窺える。

最後に現在の市場実勢相場が購買力平価からみた超円高水準ではないことに加え、幸いにして近時点では円高の流れが反転しうることが実証されている。ではPPPチャートからみて反転の頂点を占う手はないか。過去15年の足取りから言えることは、その頂点は企業物価PPPレベルを抜けることはあっても長続きしないだろうということである。

(完)

[添付]



Author

本田 敬吉 (Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコノミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。