

## 第三回

### 『 為替相場の使い方（その二:実効相場） 』

■前回のレポートでは購買力平価（PPP）と市場実勢相場の関係を歴史的な観点から回顧し、また将来に向けて若干の展望を試みた。今回は「実効相場（Effective Exchange Rate）」という相場の捉え方とその使い方について解説したい。

アメリカ人に「いま米ドル相場はどうですか？」と訊いてみよう。米ドルが事実上の基軸通貨として罷り通っている現在、米ドル以外の通貨が一般的にはドルに対する相場で表示されることに馴染みきっているので、訊いた人が日本人なら対円で答えるだろうし、ドイツ人なら対ユーロで答えるだろう。

しかし政策当局者はそうは行かない。米ドル自身が世界に対してどのような水準にあるのかが問われているからだ。おなじ質問は実ほどの国の通貨当局者にとっても同じである。一国の通貨が対外的にどのような換算相場水準にあるのかは、その国の通貨政策にとって、またマクロ経済政策と対外貿易政策にとって欠かせない視点だからだ。

こうして考案されたのが「実効相場」という概念だ。それはある基準時点を100として、主要貿易相手国通貨との為替相場の期間ごと（たとえば四半期ごと）の変化を各国との貿易額に加重平均して指数として算出される。

■例えばある国の貿易相手国が3カ国しかないと仮定して、それら相手国との貿易額の比率が5：3：2だったとする。一年後に自国通貨の相場が相手国通貨に対してそれぞれ2%、3%、4%と切り上がっていたとすると、 $(5 \times 1.02 + 3 \times 1.03 + 2 \times 1.04) / 10 = 1.024$ つまり2.4%だけ実効相場は時価（名目）で上昇したと認識される。

その際、各国の物価の格差を考慮せず名目金額だけで比較したものが「名目実効相場（Nominal Effective Exchange Rate：NEER）」と呼ばれる。これに対して各国の物価格差を調整して算出されたものが「実質実効相場（Real Effective Exchange Rate：REER）」と呼ばれる。物価格差を調整するということはすなわち通貨の現時点での実質購買力で比較評価するということになる。

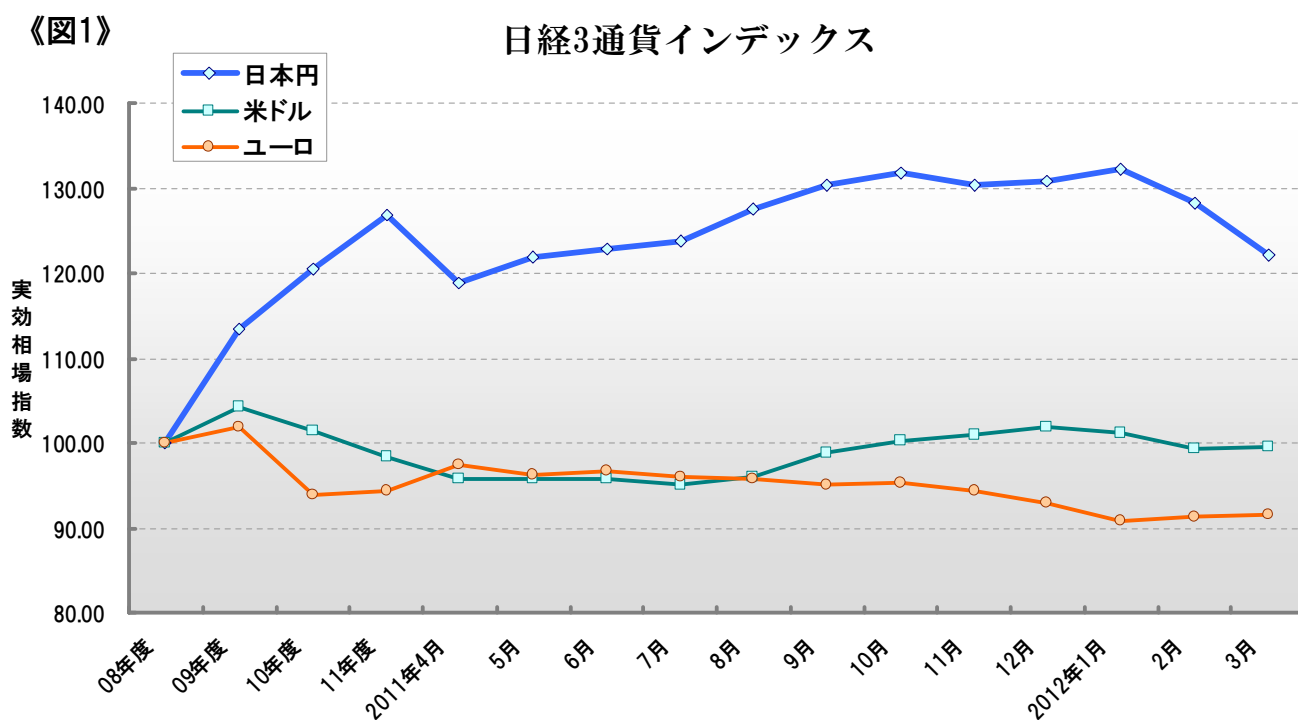
上の例でいえばある国の物価上昇率がこれら3カ国に対して仮にそれぞれ年率1%、2%、3%だけ低かったとすれば、名目実効相場の2.4%上昇は実質価値においては、 $(5 \times 1.01 + 3 \times 1.01 + 2 \times 1.01) / 10 = 1.01$ つまり1%しか切り上がっていないという認識になる。

このような実効相場は名目・実質ともに主要国際機関や金融機関によって夫々算出されており、なかでも米ドルについては標準的なものがFRB（26通貨対象）、BIS（59通貨対象）、Morgan銀行（47通貨対象）など主要機関によってそれぞれのデザインによって公表されている。日本円については日本銀行がBIS基準によって毎月公表している。

(<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exrate02.htm/> 参照)

下記に示した図表（図1・日経3通貨インデックス）は日本円、米ドル、ユーロについて日本経済新聞社が毎週月曜朝刊の景気指標欄で発表している通貨インデックスをグラフ化したもので、3通貨とも25カ国の通貨を対象として算出された名目実効相場の推移を示している。

2008年度以後、リーマンショックを挟んで3通貨が名目実効ベースでどう変化したかが一目瞭然で、円が22%ポイント切り上がったのに対して、ドルはほとんど不変、ユーロは10%ポイント弱の下落という姿が浮き彫りになっている。



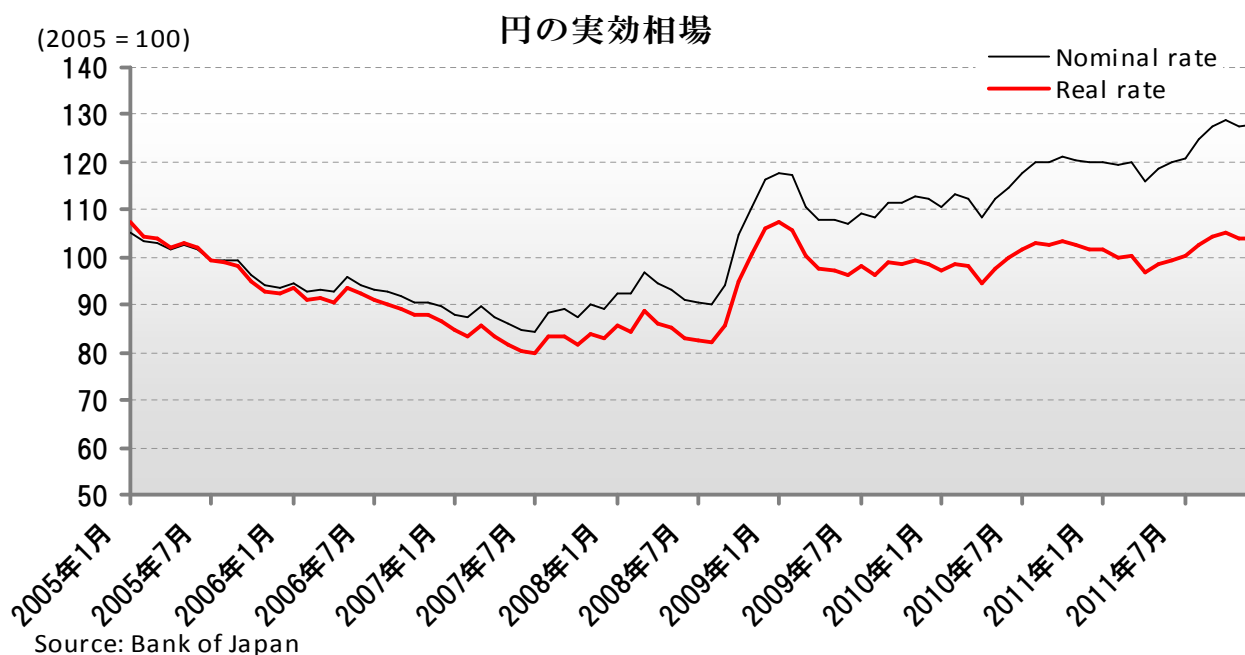
■では名目実効相場NEERと実質実効相場REERはどのように使い分ければよいだろうか。単純化していえばNEERは当該年度における貿易や企業業績にとって重要であり、また市場金利動向とも絡む。かたやREERはマクロ経済政策と実体経済全体にとって重要である。

企業会計は毎年の時価で認識・計測されるものであり、原則として実質では計測されない。たとえば、円の為替相場変動が総合で日本企業の業績に対して金額的にどう影響を与えるかは、当該年度についてはNEERで推測することが出来る。だから為替市場と株式市場は名目相場の変動に敏感に反応する。

これに対してREERは為替相場の変動が目先の金額的影響ではなく、経済の実態に需要供給両面からどのように影響するかを見極めるのに有効である。またそれは単年度の話ではなく、多年度に亘り相場の変化が経済全体にどう影響するかを観測するにあたり欠かせない。

このようなNEERとREERの性質の違いを直近7年で見てもよい。下記グラフ（図2）は、日銀データによる名目と実質の実効相場指数の推移である。

《図2》



2005年平均を100とする指数で見ると、2011年末において名目では30%ポイント近い円高であったのに対して、実質では5%ポイント程度の円高としてしか認識されない。為替市場や株式市場などではNEERに過剰反応したが、REERを重視するマクロ金融・経済政策上は過剰に反応するほどの事態ではなかったと認識されても不思議ではないと言える。

こうした名目実効相場と実質実効相場による市場情勢認識の違いは、FX取引を扱う立場からも常々念頭に置いて、特に金融・為替政策当局の出方を見るべきであろう。

（ 完 ）

*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。