

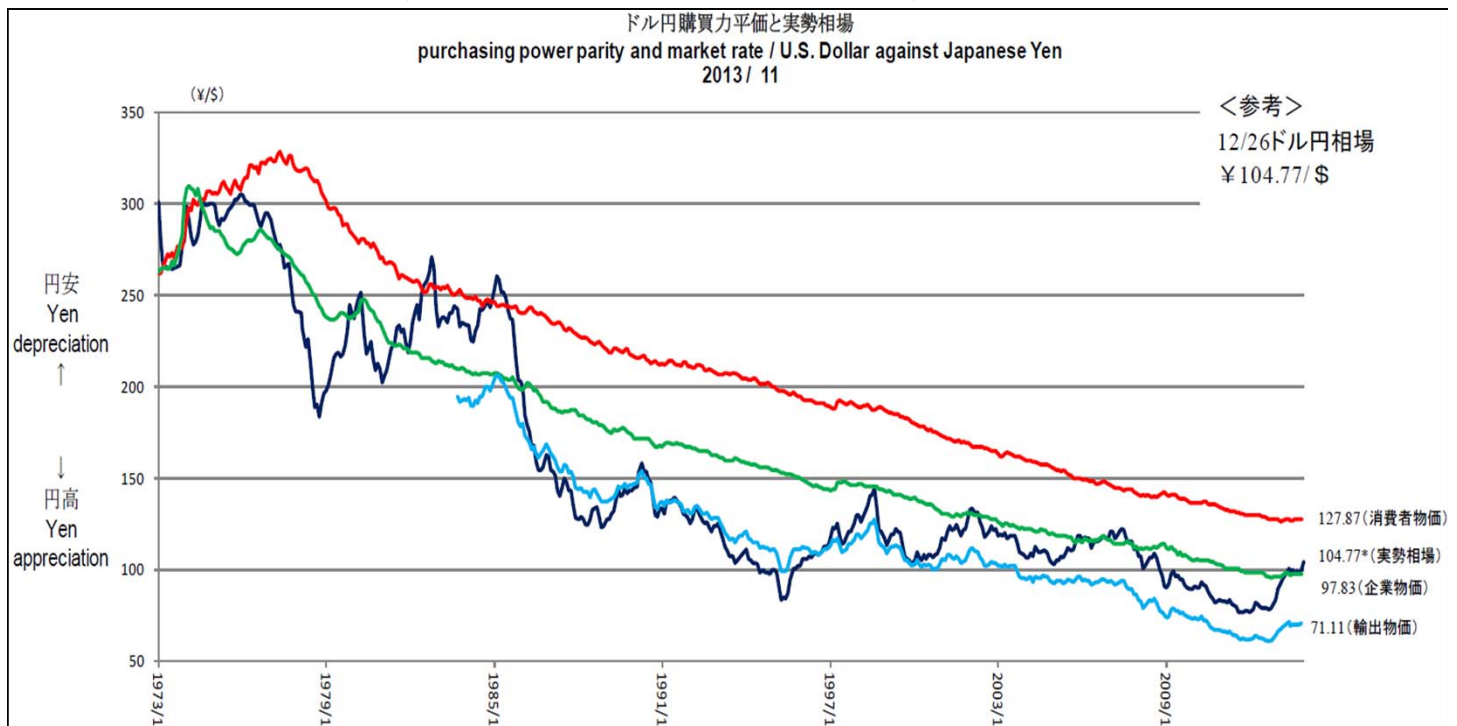
第21回

『 円為替レートを吟味する 』

このところドル円レートは100円台前半で揺れ動いている。新興国景況や米国株式市況、あるいはFRBの金融緩和策QE3の出口政策の出方によって振幅が大きく揺れ動くことはあるが、基本的には長期的トレンドである購買力平価でみた企業物価ベース購買力平価(PPP)からやや円安に振れた水準であることが見て取れよう。図1.を参照されたい。

図1. 主要通貨購買力平価[ドル円]

(ネイビー:実勢相場、赤:消費者物価PPP、緑:企業物価PPP、青:輸出物価PPP)



(出所: 共益財団法人 国際通貨研究所)

海外からは日本の通貨当局が意図的に円安誘導を行っているのではないかと猜疑心もちらほら垣間見える。しかし日銀によるデフレ脱却策としての金融緩和政策の結果として超円高が是正されているのであって、円安誘導を主目的とする意図的政策で生み出されたものではないという説明で、取り敢えずは作為的な円安誘導策だとの批判はこれまでのところ避けられている。

しかし、個別に見ると米国自動車業界やお隣韓国の輸出業界などからは依然として警戒の声が聞こえてくる。また国内からも円安による輸入物価高だけが先走りして、肝心の内需喚起に繋がらなければそれは「悪いインフレ」になりかねないとの懸念の声もある。

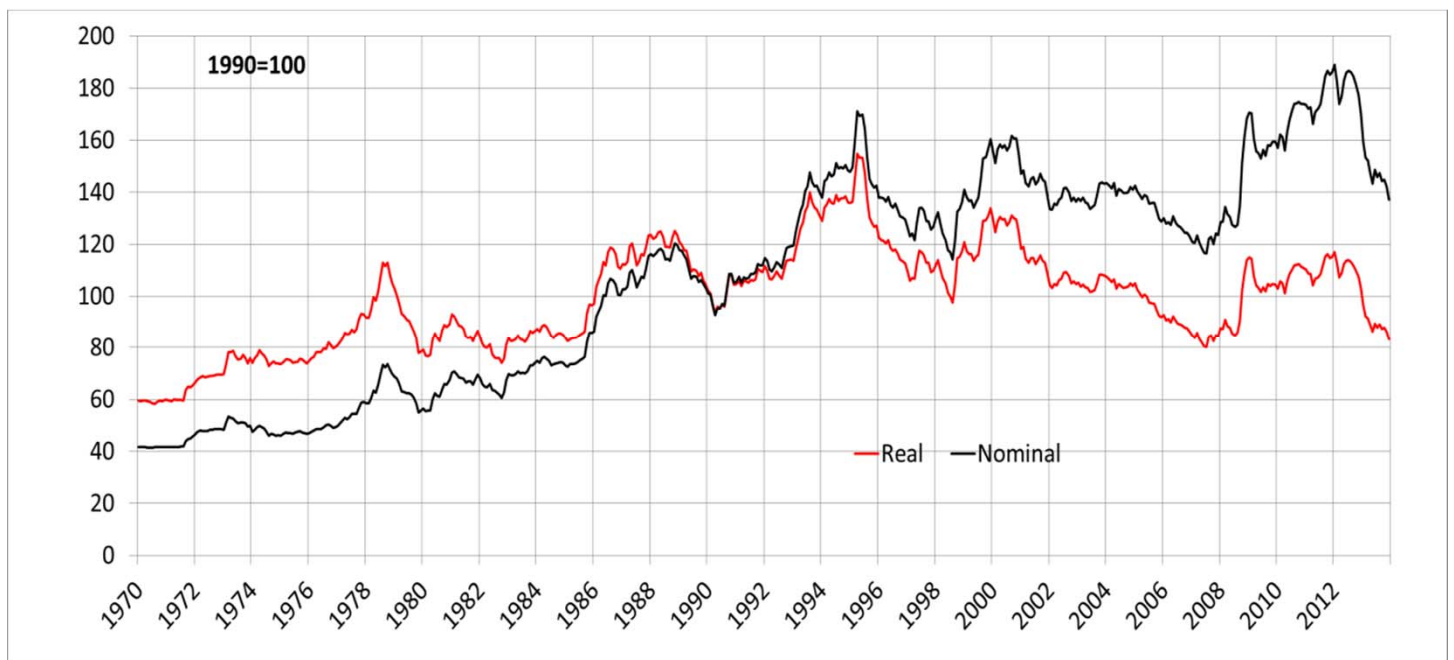
ここで、大事なことは一休現在の為替レート水準が適正か否か、そしてそれが今後も維持可能であるか否かを吟味しておくことではなかろうか。これまでもこの欄で何度か触れてきた点だが為替レート評価の物差しにはGDP成長率、物価、金利、貿易収支、長短期資本収支など幾つかの尺度がある。今回は物価に焦点を絞って吟味してみよう。

まず、上記の最もオーソドックスな「購買力平価・PPP:Purchasing Power Parity」で眺めてみよう。現市場レート（黒字線）の四半期平均値は企業物価推移で示したPPP（緑色線）にほぼ合致している。その意味するところは企業物価で時価に修正して評価すれば現在の相場水準は40年前と変わっていないということである。

変動相場が本格的に始まった1973年以来40年を経て当初273円水準だったドル円相場の平均値が現状104円だということは、 $104 \div 273 \approx 0.38$ 、つまり、ドルは38%下落したということであるが、それは40年間の平均で年率にして2.4%の切り下げになる。この下げ幅は日米企業物価差が40年間の平均で年率2.4%あったからである。企業物価で調整した実質で見れば現在のドル円相場は日米企業にとって40年前と変わっていないということになる。

次に日本の貿易取引相手国に対する円の為替相場を25カ国に絞って相互貿易量に加重平均して算出（名目実効為替相場・NEER: Nominal Effective Exchange Rate）した指数でその推移をグラフにすれば下記黒線グラフのようになる。

図2.名目実効為替相場と実質実効為替相場



(BIS)

この黒線グラフが意味するところは対ドルでみたPPPとは少し趣が異なってくる。即ち、円の実効為替相場指数（1990年＝100）は対世界で見ると物価差で調整する前の名目値NEERではおよそ2004年～2007年の水準にあり、2008年～2009年の水準に比べればまだ20ポイント近い下げ余地があるように見える。市場相場は名目値であるからそれは確かに今後の円相場の更なる下げ予地を暗示しているともとれよう。

しかし、ここで注意しなければならないのは、最近になって新興国通貨の下げが加速したことである。それは日本の貿易相手国通貨のうちドルと人民元とユーロを除いたその他通貨全体に対しては円相場がそれほど切り下がっていないことを意味している。

このように世界全体のバランスで観察すれば円相場の更なる下げ余地がグラフの上ではありそうに見えるものの、実際にはそれが対ドル・人民元・ユーロ3通貨でしか起こる可能性は低いので、現状そのようなことが起こりうるとは考えないほうが安全だろう。

最後に、上に見た名目実効為替相場NEERを日本と各国との物価差でそれぞれ修正した実質相場で評価(実質実効為替相場: REER: Real Effective Exchange Rate)し直すと赤線のようなグラフが出来る。一国の実体経済にとっては実質での実効為替レートが最も重要なものであるが、それがGDP成長率やデフレとどのような因果関係にあるかについては学問的にも経済政策的にも重要な課題となっている。日銀の金融緩和策発動以来、2012年秋以降には円のREER指数はリーマンショック直前2007年の水準80台前半まで大きく下落した。ショック直後には指数は115まで跳ね上がりその後2012年まではほぼ105~115で推移していた。世界的な金融危機に際して日本円がスイスフランと並んで最安全通貨とみなされたからである。しかしこのような異常高の状態は是正されたのみならず、今や逆に1980年台の水準80台まで急落している。

このような急落は1980年以来5度目であるが、このうち4回は景気回復期の後半に起こっていることには興味が惹かれる。

【総括】

以上PPP, NEER, REERの三つの為替相場の観点から円相場を吟味してきたが、次のように総括できよう。

即ち、購買力平価PPPの長期的トレンドとして円相場は企業レベルにおいてほぼ適正水準に戻っており、これ以上の円安方向は消費者物価PPP寄りの為替相場ゾーン入りを意味する。それは輸出企業にとっては好都合かもしれないが、国民生活にとっては輸入物価上昇からくる国内物価上げ圧力となり、デフレ脱却成功後まで続くわけではない。

名目実効為替相場NEERでみると円のいま一段の下げ余地があるようには見える。しかしそれが起こる為にはドル・人民元・ユーロの主要3通貨に対して更なる下落が起こらなければならないが、その確率は低いと見たほうがよい。

実質実効為替相場REERで見る限り現相場水準は既に十分に低く、対外的にはもはや正当化し難いレベルになってくる。それが2007年以前の水準、ひいては1980年代初期の水準にまで戻っているということは、これ以上の円安を正当化することは事実上無理であろうことを意味する。

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。