

## 第35回

### 『 円安は行き過ぎたか？ 』

円安は行き過ぎたのかも知れないという懸念が出始めている。日銀総裁の国会での答弁からもそのようなニュアンスを嗅ぎ取った向きもあり、為替市場に何がしかの動揺を与え先週のドル円相場は円高に振れた。

#### ドル円購買力平価推移



出所：国際通貨研究所

これまで何度となく見てきたドル円購買力平価と市場実勢相場のグラフでみると、確かに日銀による異次元金融緩和策(アベノミクス下の量的緩和策)発動以来ドル円相場は100円台に乗り、その後は120円台が定着し、これまでの円安方向はほぼ一本調子だったので気にはなる。市場実勢相場は日米間の消費者物価格差で調整した購買力平価(グラフの赤線)の130円台に急接近してきた。

消費者物価購買力平価と市場実勢相場(3か月移動平均)との差は現状7円程度に縮小してきており、これは1985年以前の超ドル高時代と同じくらい円安方向へ「行き過ぎた」状態だと言わざるを得ない。1986年以降の足かけ30年にわたってこのような状況は決して存在しなかった。上のグラフで言えば実勢相場は1986年以降、2013年まではほとんど常に企業物価で調整した購買力平価(グラフの緑線)以上の円高圏を動いてきたことが分かる。

ではこの「行き過ぎた」円安はどの程度の行き過ぎと見るべきだろうか？

その一つの手がかりとして龍谷大学竹中教授のグラフを拝借して説明しよう。

ここで言う名目相場とは市場実勢相場を指しており、実質相場指数とは日本の企業物価と米国の生産者物価で計算した購買力平価(上のグラフの緑線)から名目相場がどのくらい乖離しているかを示すもので、具体的には(名目相場)÷(企業物価購買力平価)×100というパーセント指数で表されている。

## ドル円の名目相場と実質相場の推移(実質相場指数：2015年4月末時点)



出所：日銀、米国労働省のデータに基づき龍谷大学竹中教授作成

この第二のグラフでは市場実勢名目相場（黒線）が左軸目盛りで、例えば1980年代では1ドル250円から150円台までドルが下落したことが示されている。これは第一のグラフの市場実勢相場のグラフと同じものである。これに対して、実質相場指数（灰色線）は右目盛りで示されており、これはうえに説明したように、パーセント（%）として示されている。

この第二のグラフでは薄灰色で二本の平行線が示されているが、これは変動相場制に入った過去42年にわたり、実質相場指数（標準100）が企業物価購買力平価から上振れまたは下振れした標準ゾーン（標準偏差範囲内）を示している。

1986年以降2013年までの27年間、ほとんどの年においてこの指数が100未満のゾーンを動いてきたということは、言い換えれば、ドルの対円市場実勢名目相場が企業物価購買力平価よりも円高・ドル安（指数は100未満）だったということを意味している。

このような観察からすれば、現状は指数で120%を超えており、これはプラザ合意以前の超ドル高・円安の状態とほぼ同じである。しかし指数の上で同じ状態とはいえ当時と現在では日米両国の市場環境と金融政策上の立場には違いがある。そのいくつかを列挙してみよう。

[ 5月現在 ]	日 本	米 国
企業物価（前年比）	（－） 2.1%	（－） 1.1 %
消費者物価（同上）	0.3%	0.0%
短期金利（3ヶ月国債）	0.02%	0.01%
長期金利（10年国債）	0.39%	2.12%
中銀の量的緩和策	続行中	停止済み
金利政策	ゼロ金利続行中	利上げ時期模索中
失業率（日本は4月）	3.3%	5.5%

上記データのうち物価については昨年来の原油価格低迷と日本の消費税率3%上げの影響から趨勢的な把握が困難だが、方向としては日本では当面2%インフレ率達成までは金融緩和策は続行されることははっきりしている。かたや米国では失業率は4年続けて低下の一途を辿り、2012年の8.1%から本年4月には実に5.4%迄下がった。これは米国の経験則から言えばインフレ発火点に近づいているとみられ、それがFRBによる利上げ時期の模索に繋がっている。

ここで米国側にジレンマが起きる。かたや上記にみてきた超ドル高には既に政治レベルで問題化しつつあるにも拘わらず、ここで利上げに走ればドル円相場に関する限りそれはドル高要因になる。したがって利上げ時期の判断は完全雇用に近づきつつある米国の雇用情勢がインフレ発火の引き金とならないぎりぎりの時点まで待つこととなる。

### 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。