円高終焉説への反論

物価と金利が調整する為替相場
名目ドル・円水準は115円が天井か

長期でみると通貨間の価値の調整は購買力が決定要因となる。低インフレ通貨の円が長期にわたって、一方的な円安に推移することはない。

竹中 正治（たけなか まさはる）
（龍谷大学経済学部教授）

現在の1ドル＝110円前後のドル・円相場は、1980年代前半のドル高金利時代に起きた250円以上のドル高と、実質的に同レベルの円安・ドル高だ。それを理解するためには市場相場（名目相場）をインフレ率で調整した実質相場指数の概念を理解する必要がある。図は73年以降のドル・円の名目相場と実質相場指数の推移を描いたもの。実質相場指数の水準が80年代前半のドル高時代と同じであることがわかる。

長期では物価が調整

ある国のインフレ率が高いということは、その通貨1単位で買える商品の数量、つまり購買力の減少度合いが大きいことを意味する。そして、通貨の購買力の長期的な変化は、通貨の交換比率である為替相場にも最終的には反映される。相対的にインフレ率の高い、すなわち購買力の減少度合いが大きい通貨は、インフレ率の低い通貨に対して長期的には下落する。その下落の度合いは二つの通貨のインフレ率の格差に比例する。これが国際金融論で語られる「相対的購買力平価理論」だ。「平価」という用語は、ここでは「理論値」を意味する。例えば、ドル・円の相対的購買力平価はある時点を起点に次の算式で計算される（図では73年が起点）。

$$\text{ある時点の相対的購買力平価} = \text{起点時点の為替相場} \times \frac{\text{日本の物価指数}}{\text{米国の物価指数}}$$

物価指数は、任意の起点時点を100として計算する。例えば、起点時点のドル・円相場が1ドル＝180円で、10年後の日本の物価指数が変化ゼロで100、米国の物価指数が200、つまり物価が2倍になったとすると、10年後の相対的購買力平価は1ドル＝90円となる。もちろん市場の為替相場は、相対的購買力平価からさまざまな要因で乖離（かいり）するが、長期的には相対的購買力平価が示すトレンドに回帰することが実証的にも確認できる。

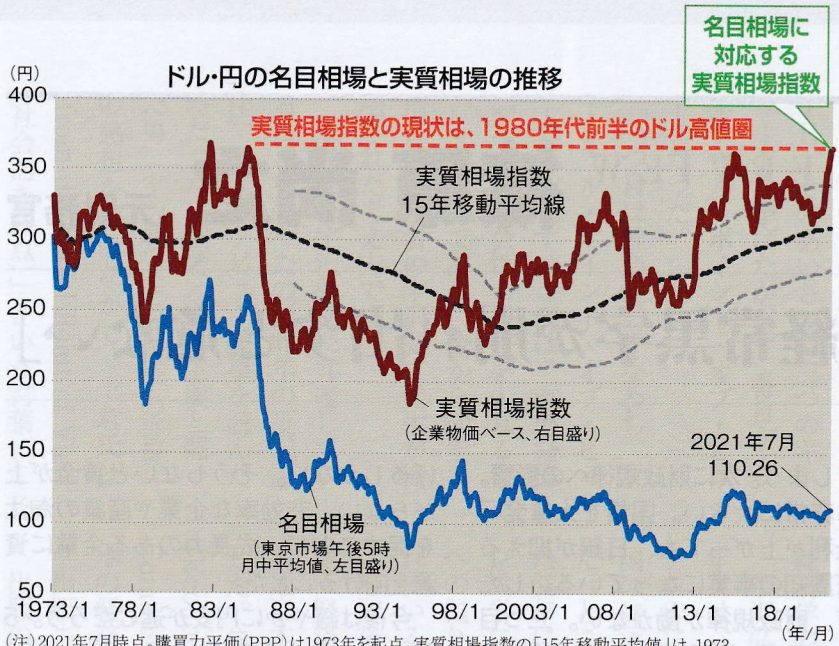
さらに市場相場を分子に、分母に相対的購買力平価を置いて割った値は「実質相場指数」と呼ばれ、通常は100を掛けて表示される。前記例でいうと、10年後の名目相場が1ドル＝110円なら実質相場指数は122・22（＝100×110／90）となる。

名目相場が長期的に相対的購買力平価の示すトレンドに沿って変化するならば、実質相場指数はそれ自体の長期的な平均値から乖離と回帰を繰り返すことになる。図に示した通り、現在の1ドル＝110円前後の名目相場は実質相場指数では、1ドル＝250円を超えた80年代前半以来のドル高圏にある。また、黒の破線で描いた実質相場指数の15年移動平均値から大きく円安・ドル高方向に乖離していることがわかる。これはいずれ移動平均値に向かった調整、つまり円高・ドル安が起こることを示唆している。

15年移動平均値の上下に走る灰色の破線は、実質相場指数の1標準偏差の変域（平均値からのばらつき）を示している。これは実質相場指数の変化が、乖離率の分布で平均値が最多となる正規分布である場合、約3分の2の確率で指数が収まるレンジを示している。

なお、図の実質相場指数を算出

長期の為替相場は通貨の購買力に収れんする　Bloomberg



(注)2021年7月時点。購買力平価(PPP)は1973年を起点。実質相場指数の「15年移動平均値」は、1973年1月から87年12月までは各時点の最長平均値、それ以降は15年移動平均値
(出所)日銀、米国労働省。日本は企業物価指数、米国は生産者物価指数に基づき筆者作成

した物価指数には、日本は企業物価指数、米国は生産者物価指数を使用している。これは相対的購買力平価理論は、非貿易財の多い消費者物価指数よりも貿易財の比率が高い同物価指数の方が、適合性が高いからだ。10年以来の米国生産者物価指数は27・1%の上昇、日本の企業物価指数は8・5%の上昇であり、ドルの購買力は円に対して相対的に18・6%減少しており、このインフレ格差が長期的には円高・ドル安に働く。

米インフレが円安を抑制

短期から中期の為替相場要因として重要なのは「金利平価理論」だ。これは「為替相場は自国通貨と外国通貨との名目の金利差によって決定する」というもの。金利平価理論に従うと、金利差が一定の場合は、高金利通貨は低金利通貨に対して金利格差分だけ下落する。金利差が変化する場合は、金利上昇通貨の相場は上昇する。

新型コロナ不況に対応した米国の超金融緩和で、米国の10年物国債利回りも1%を割り込んだ。日米金利差はかつてないほどに縮小し、それが当面続くと考えられていた。ところが、コロナ不況からの米国景気の回復が予想以上に強いとの観測が強まり、今年1月ごろから同国債利回りは上がり始め1・7%まで上昇、その後は1・3%前後で推移している。この変化を受けて、それまで円高・ドル安予想の強かった市場参加者のポジションがドル売りからドル買いに転換され、ドル相場は1月の1ドル=102円台を底値に111円台までの反発を起こした。

さて、年末には米国の量的金融緩和の段階的解除(テーパリング)が始まる見込みだ。ドル長期金利が上がり始めると、再びドル相場は一段高となるのだろうか。それを考える場合、米国のインフレ率が今春から上振れ、例えば7月の消費者物価指数(食品・エネルギー除く)は前年同月比4・3%上昇になっていることに注意しておこう。先ほど述べた金利平価理論に基づくと、ドル・円金利差の拡大がドル相場の上昇を起こす要件として、市場参加者の将来のドル相場の期待値が変わらない場合という前提条件がある。

今の米国のインフレ率の上昇は一時的と考えられているが、それでも1年も続けば、市場参加者のインフレ期待値は上方修正されるだろう。それは相対的購買力平価が示す長期のトレンドが幾分かドル安方向にシフトすることと整合的だ。米国のインフレ上振れによる年率1%程度の長期的なドル相場の期待値の下方修正が、ドル金利1%程度の上昇による金利格差拡大によるドル高効果を相殺する可能性がある。

そうした判断から筆者は、目先1年ほどの予想としてドル相場がドル高に振れても1ドル=111~115円のレンジを上に抜ける可能性は低いと考えている。シカゴIMM通貨先物(シカゴ・マーカンタイル取引所に上場)が開示する非商業筋(投機筋)のドル・円持ち高は、既に円売り・ドル買いに傾いており、株価の反落などショックが起こるとリスク回避の持ち高手じまいの円買いで、1ドル=100~105円レンジへの揺り戻しも起こり得るだろう。