

為

替相場の長期的な変動を決める主因は何か。それは2国間のインフレ率の格差である。2国間のインフレ率の格差に基づいて算出された為替相場の理論値を「相対的購買力平価」(PPP)と呼ぶ。

なぜインフレ率の格差が決める手になるのか。通貨の価値とは、例えば1万円で購入できる商品の量で決まり、これを通貨の購買力と言う。全般的な物価の上昇であるインフレとは、通貨の購買力の減少を意味する。したがって、インフレ率の高い通貨は長期的には対外的な交換レートでも価値が減少することになる。

国際通貨研究所は、ドル・円、ドル・ユーロ、ユーロ・円の三つについて、消費者物価、企業物価、輸出物価の三つの物価指数に基づくPPPを開示しているが、次の2点に注意が必要だ。為替相場は国際間の財やサービスの交換に関わるものであ

購買力平価で分析

米景気後退で1ドル1180円台に円売りの巻き戻しが始まる

日米のインフレ率の格差を分析すると、ドル・円相場の局面を理解しやすい。

も長期的な移動平均値で見ると、違いが少なくない。

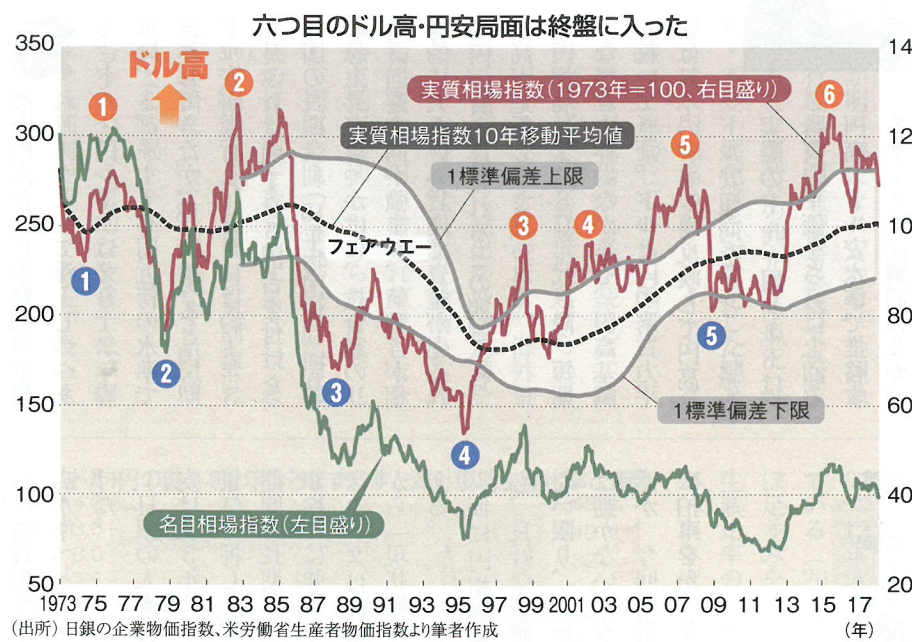
図を見ると、73年以降のドル・円相場は、実質相場指数がその10年移動平均値からドル高に大きく乖離した山が六つ、ドル安に乖離した谷が五つあるのが分かる。一つの山と谷は平均4・1年の周期で入れ替わっている。

乖離の目安として、10年移動平均値からの乖離幅が1標準偏差上方と下方のレンジを示した(過去10年ベール)。1標準偏差の乖離幅とは、乖離率の分布が平均値が最多である「正規分布」である場合、実質相場指数の変動が約3分の2の確率で収まるレンジを意味する。実際のデータは正規分布ではないのだが、一つの目安としてここでは使用している。例えると、このレンジがゴルフコースのフェアウェイに相当する。

ただし、その幅自体も相場変動が激しい時期には大きくなり、変動が小さい時には狭くなる。そこでこれも各時点の過去10年の変動率をベースに計算しているので、レンジ幅は伸び縮みしている。

円安・ドル高の最終局面

実質相場指数が示すドル・円の中期的相場循環はどのような事情で生じるのだろうか。その点で重要な要



ドル・円相場は、日米政策担当者の当初の想定を超えて下落した。大規模なドル債投資をしていた日本の機関投資家は、巨額の為替損を被り、「金利格差は長期的には為替相場の変動で相殺される」という国際金融論の理論通りの結果を経験することになった。

2012年末からの政策転換に乗り、「日本のインフレ」円安」の発想で円売りが積み上がり、15年には1ドル125円まで円安・ドル高が進んだ。だが、16年初になっても期待されたほどの物価上昇が起こらず、消費者物価指数は前年比で僅かながらマイナスになった。その結果、円売り持ち高の巻き戻し(円買い)が起こり、16年6月には1ドル99円近くまで円高が進んだ。それがもう一度、円売り・ドル買いに転じたのは、16年11月のトランプ氏の大統領選勝利で「公約の大減税」米景気上振れ、ドル金利上昇、日米金利差拡大、円安・ドル高」という観測が高まったからだ。しかし、どのような相場要因も市場参加者の持ち高がそれを織り込んで準備してしまえば、それ以上に相場を動かす力はない。



極端な円高時代に逆戻りする可能性も

Bloomberg

るため、PPPも貿易に関わる財やサービスの物価で成り立つと考えられる。したがって、非貿易財やサー

を起点に計算されるので、起点次第で水準も形も大きく変わってしまう。この起点依存を回避するために

ビスを多く含む消費者物価指数はPPPのベースとしてはふさわしくない。

また、輸出物価指数は為替相場の変化から逆に強い影響を受けてしまう。このため、貿易財を多く含む企業物価指数(あるいは生産者物価指数)で計測するのが経験的に妥当性が高い。

4年で変わるトレンド

なぜなら、市場相場がPPPからの乖離と回帰を繰り返しながら、長期ではPPPのトレンドに収束する限り、市場相場のPPPからの乖離度を示した実質相場指数はそれ自身の長期的な平均値からの乖離と回帰を繰り返すことになるからだ。

ドル・円の市場相場と、実質相場の指数の推移を示したのが図である。筆者は以前、実質相場指数が乖離と回帰を繰り返す長期的な平均値として、1973年の変動相場制移行後から現在に至るまでの全期間平均値を使用していた。しかし、この見方は硬直的過ぎると判断し、近年では各時点における10年移動平均値を使用している。

というのは、物価指数も計測上のバイアス(物価変動の過小や過大評価)が生じ、またそれが累積する可能性もあり、PPPを計測する上で完璧なデータである保証はないからだ。そうしたゆがみが累積する可能性を考慮すると、全期間平均値より

竹中 正治 (龍谷大学経済学部教授)