

2013年2月6日
No.2012-020

円相場の適正水準を探る

— 90～95 円がリーズナブル。ただし、90 円超では円安デメリットも —

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

《要 点》

- ◆ 一本調子で進む円安に対して、わが国政府は「行き過ぎた円高の是正」にすぎないという姿勢を堅持。そこで、購買力平価や実質実効為替レートの観点から、円相場の適正水準を検討。
- ◆ 米国生産者物価、日本企業物価に基づく日米購買力平価をみると、過去の経験則からは 80 円台半ばが適正水準に。ただし、わが国貿易収支が赤字に転化していることを踏まえると、少なくとも 90 円前後での安定推移、貿易黒字への復帰を視野に入れるのであれば、95 円超の水準が望ましい。
- ◆ OECD加盟国における一人当たりGDPと購買力平価からの乖離率との関係からは、100 円超の円安常態化は国際的に容認されない公算ながら、日本の現在の付加価値創出力からすれば、95 円前後が適正。一方、韓国ウォンは実力対比著しく過小評価されており、韓国から円安を批判される筋合いではない。
- ◆ 世界輸入に占める日本の輸出シェアは足元で4%台まで低下。日本の輸出シェアと円実質実効為替レートの関係からは、同レート75前後(ドル円換算で90円台前半)が適正と試算。ただし、足元の輸出シェア低下には、為替だけでなく、経済連携協定締結の遅れなど立地競争での立ち遅れもあり、円安だけでは輸出の大幅増加は期待薄。
- ◆ 以上のように、日本経済の実力からみて、90～95 円がリーズナブルな水準。一方、現状下では、90 円超の円安になると鉱物性燃料輸入の名目GDP比が2008年水準を超え、とりわけ個人消費を圧迫する見込み。90～95 円の円安水準が中長期にわたって維持されるためには、輸出企業が雇用増・賃金上昇等を通じて円安メリットを経済全体に均霑していくことが不可欠。

本件に関するご照会は、調査部・マクロ経済研究センター所長・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

1. はじめに

昨年11月中旬以降、円安が止まらない。円安進行の背景には、安倍新政権下での日銀による大胆な金融緩和への期待が指摘できるが、海外からはこうした急ピッチの円安進行を牽制する発言も出始めている。こうした円安牽制に対して、わが国政府は、「行き過ぎた円高の是正」にすぎないとの姿勢を堅持しているものの、「行き過ぎた円高の是正」と言う以上、今後の円相場の行方を展望する上で、円相場の「適正水準」をある程度認識しておくことが必要となる。そこで、本稿では、購買力平価や実質実効為替レートの観点から、円相場の適正水準を検討してみた。

2. 円相場の適正水準

(イ) 日米購買力平価

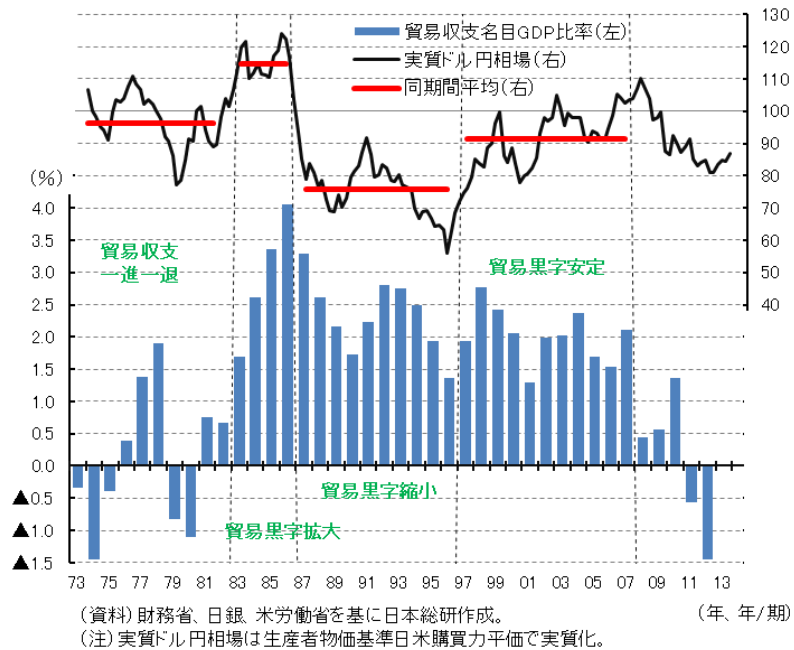
まず、日米購買力平価で検討を試みる。日本と米国の物価指数を基に算出される相対的購買力平価は、基準年をいつにするか、物価指数に何を使用するかによって、水準は大きく異なってくる。しかし、1973年を基準年とし、物価指数として米国は生産者物価、日本は企業物価を用いると、総じて同基準の購買力平価が円安の目途として作用する一方、同水準から25%円高水準が総じて円高の目途として作用してきた（同水準を大きく超えて円安が進行したのは、レーガン米大統領がドル高政策を掲げていた1981～85年9月のプラザ合意まで、同水準を超えて円高が進行したのは、ブラックマンデーにより米金融市場の混乱が生じた1987年10月からのドル安局面、クリントン米大統領が円高政策を仕掛けてきた1993年からのドル安局面に限定されている、図表1）。足許同購買力平価が90円台半ば、同25%円高水準が70円台前半であることを踏まえると、その中間値である80円台半ばがほぼ適正な水準となり、90円を超える足元の円相場水準は、もはや「行き過ぎた円高の是正」という範疇から大きく外れることになる。



もっとも、円を取り巻く環境については、従来と同じ尺度では測れない大きな構造変化が生じている。すなわち、1980年代入り以降定着してきたわが国貿易黒字が消滅し、貿易赤字に転化してい

ることである。そこで、ドル円相場を生産者物価基準の日米購買力平価で実質化したうえで指数化(購買力平価=100、100 超なら購買力平価よりも円安、100 未満なら円高)し、わが国貿易収支の動向との関係を探ってみた(図表2)。これによると、わが国貿易収支が黒字と赤字を繰り返していた1970年代は、実質ドル円相場は100を超えて円安が進行する局面が散見され、期間中の平均は96台で推移していた。一方、レーガンドル高時代は、平均で115まで円安が

(図表2) 実質ドル円相場と貿易収支対名目GDP比率 (73年=100)



進行し、その結果、わが国の貿易黒字は86年にかけて名目GDP比で4%超にまで膨れ上がった。プラザ合意以降1995年にかけては、世界的にわが国の貿易黒字の縮小が求められるなか、一時50台となるなど、平均して76と異常な円高水準が続いた。90年代後半以降、リーマン・ショックが生じるまでは、わが国貿易収支対名目GDP比がほぼ2%前後で安定的に推移するなか、実質ドル円相場も平均91前後で安定的に推移していた。

以上のような関係を踏まえると、わが国貿易収支が赤字に転化するなかで、購買力平価と同25%円高水準の中央値が適正水準であるとは単純には言い切れない。足許の貿易赤字拡大には、原発稼働停止によるLNG輸入の増加という特殊要因が含まれているとはいえ、少なくともこれ以上の貿易赤字拡大を回避するためには、実質ドル円相場がこれまで貿易収支が安定的に推移してきた平均90超(実勢レートで90円±5円)で安定的に推移する必要があるといえるだろう。仮に、貿易赤字解消・黒字拡大を図っていくのであれば、1980年代前半のような購買力平価を上回る円安水準(95円超)が常態化する必要があるだろう。

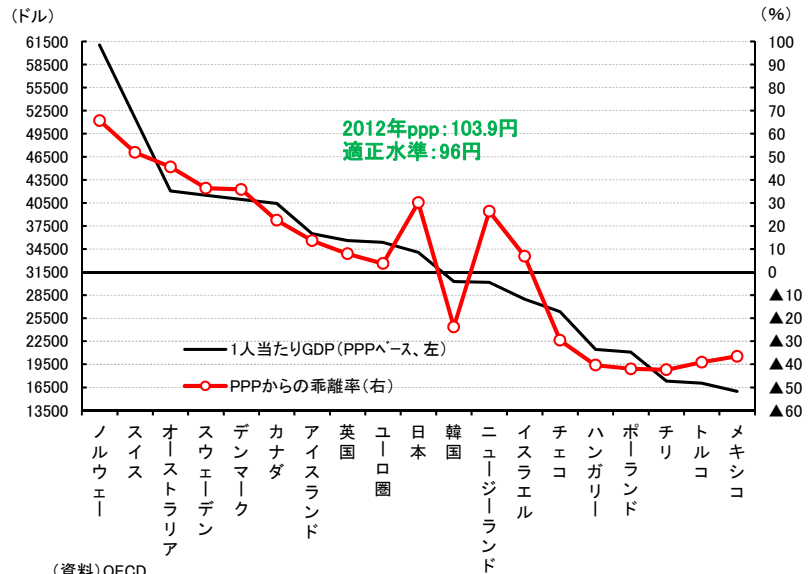
(ロ) OECD購買力平価からの割高・割安度合い

日本が「行き過ぎた円高からの是正」といくら叫んでみたところで、世界各国が同じようなペースで「ドル安」に苦しんでいれば、外国からの円安批判は逃れられない。そこで、OECD加盟国の通貨がOECD算出の購買力平価とどの程度乖離して推移しているかをみとうえで、円相場の適正水準を検証した。

OECDによると、2012年の日米購買力平価は103.9円となっている。OECD加盟国の通貨は、2012年平均で総じて購買力平価よりも割高な水準にあり、購買力平価よりも割安な水準にあるのは、日本よりも所得水準の低い韓国、チェコ、ハンガリー、ポーランド、チリ、トルコ、メキシコの7か国に限られている。したがって、平均して100円を超えるような円安は世界的に受け入れにくい状況にあるといえるだろう。一方、購買力平価からの乖離率(購買力平価/実績値-1)×100

で算出)は、日本は30%ながら、ノルウェー(66%)、スイス(52%)、オーストラリア(46%)など、日本以上に割高に評価されている国も多い。しかし、これらはいずれも、一人当たりGDP(購買力平価ベース)が日本よりも圧倒的に大きい国々であり、日本と一人当たりGDPが同水準の英国やユーロ圏の割高度合いはそれぞれ8%、4%にすぎない。そこで、購買力平価からの乖離率と一人当たりGDP(購買力平価ベース)をプロットすると、一人当たりGDP

(図表3) 1人当たりGDPと購買力平価からの乖離率



(資料) OECD
(注1) 一人当たりGDPは2011年値。
(注2) 購買力平価からの乖離率 = (購買力平価/実績値 - 1) × 100

平価対比過大評価され、逆に、一人当たりGDPが小さくなるほど、購買力平価よりも過小に評価されるという傾向が明確に描かれる(一人当たりGDPは、統計の制約上2011年値を使用、図表3)。両者の関係を踏まえると、円の割高度合いは購買力平価対比8%程度が妥当といえ、2012年の購買力平価103.9円に対し、96円前後がほぼ適正な水準となる。

ちなみに、韓国ウォンは、本来その実力からすれば、購買力平価対比▲3%割安であるべきながら、▲24%と大幅なウォン安となっている。ユーロも、購買力平価対比11%割高であるべきながら、4%の割高にとどまっている(図表4)。

以上は、対ドルとの関係を国際的に比較したものであり、米国経済の強弱によって適正水準は上下する性質のものである¹。したがって、2012年の適正水準が96円であったにすぎず、同水準を過度に重視するのは禁物ではあるが、他国の状況を踏まえると、足元までの円安は「行き過ぎた円高の是正」にすぎず、国際的に批判されるものでもないといえよう。ましてや、実力対比異常な通貨安が放置されている韓国から円安批判を受ける筋合いでもなからう。

(図表4) 一人当たりGDPからみた主要通貨の適正水準(2012年)

	対ドル		対円(円)	
	実績	適正值	実績	適正值
円	80	96	-	-
ユーロ	1.29	1.38	103	133
英ポンド	1.59	1.65	127	159
スイスフラン	0.94	0.91	85	106
オーストラリアドル	1.29	0.85	103	82
カナダドル	1.00	0.98	80	99
韓国ウォン	1071	837	7.5	11.5

(資料) OECDを基に日本総研作成
(注1) ユーロ、英ポンド、オーストラリアドルは、ドル建。それ以外は自国通貨建。
(注2) 韓国ウォンの対円相場は100ウォンにつき。
(注3) 適正值は一人当たりGDPと購買力平価からの乖離率の相関を基に試算

¹ ただし、クロス円に関して言えば、ドルの基調にかかわらず、一人当たりGDPおよび物価格差が主要な変動要因となるため、適正水準は比較的安定的に推移する。こうした観点でみれば、対ユーロや対韓国ウォンで適正水準対比突出して円高が進行している。

(ハ) 日本の輸出シェアと円実質実効為替レート

上記の通り、OECD購買力平価の国際比較はドルの基調に左右される側面が否めない。しかし、輸出動向を基に円の実質実効為替レートの適正值を探り、それによって適正なドル円相場水準を探ることは可能である。

円の強さの源泉が、日本の輸出競争力や高水準の貿易黒字であったことを反映し、円の実質実効為替レートは世界輸入に占める日本の輸出シェアと強い相関を有してきた。すなわち、日本の輸出シェアが高まれば、実質実効為替レートも円高が進行し、シェアが低下すれば逆に円安が進行してきた（図表5）。もっとも、リーマン・ショック以降は、日本の輸出シェアが足許で4%台まで低下しているにもかかわらず、実質実効為替レートベースで円安は進行していない。これまでの日本の輸出シェアと円実質実効為替レートの関係を踏まえると、足許の日本の輸出シェアに見合う実質実効為替レートは75(2005年=100)前後であり、ドル円相場に換算すれば90円台前半ということになる（図表6）。

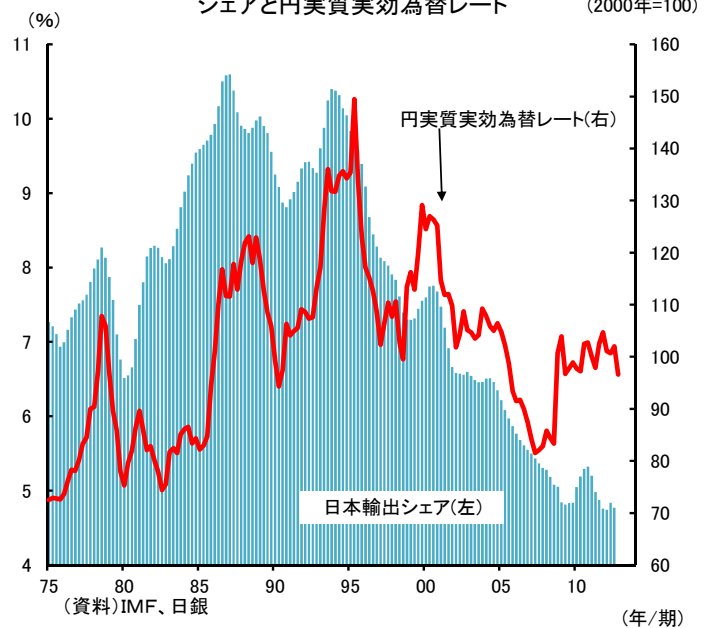
一方、逆の見方をすれば、実効為替レートベースで必ずしも円高が進行していないなかで、日本の輸出シェアが低下しており、足許の輸出低迷が必ずしも円高によるだけでなく、①経済連携協定締結の遅れをはじめとした立地競争での大幅な立ち遅れ、②韓国や台湾など競合国の技術面での急速な追い上げなど、為替以外の面で相対的に競争力が低下し始めていることを示唆している。したがって、多少円安に振れたからと言って、日本の競争力を阻害する要因を放置したままでは、輸出の大幅増加も期待しにくいといえるだろう。

以上を踏まえると、今の日本経済の実力からすれば、90~95円程度がリーズナブルな水準といえ、足許の円安は「行き過ぎた円高が是正」されつつある状況とみることができよう。

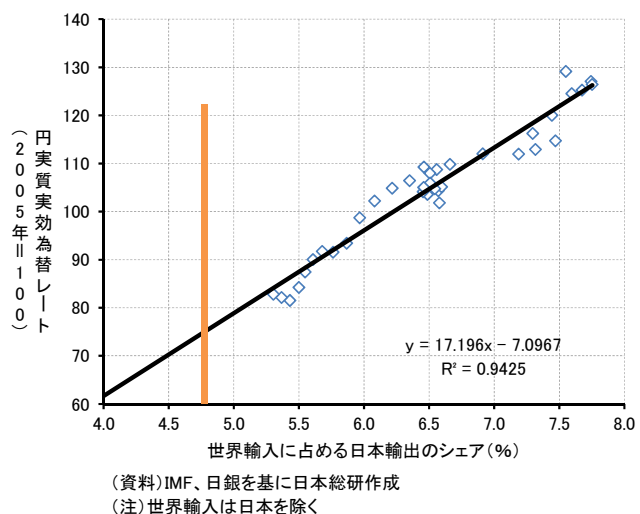
3. 円安デメリット

もっとも、日本経済の実力からみて、90~95円がリーズナブルな水準であっても、円安には内需関連企業・家計から輸出関連企業への所得移転という側面があるだけに、

(図表5) 世界輸入(除く日本)に占める日本輸出のシェアと円実質実効為替レート (2000年=100)



(図表6) 世界輸入に占める日本輸出のシェアと円実質実効為替レートの関係(1999~2007年)

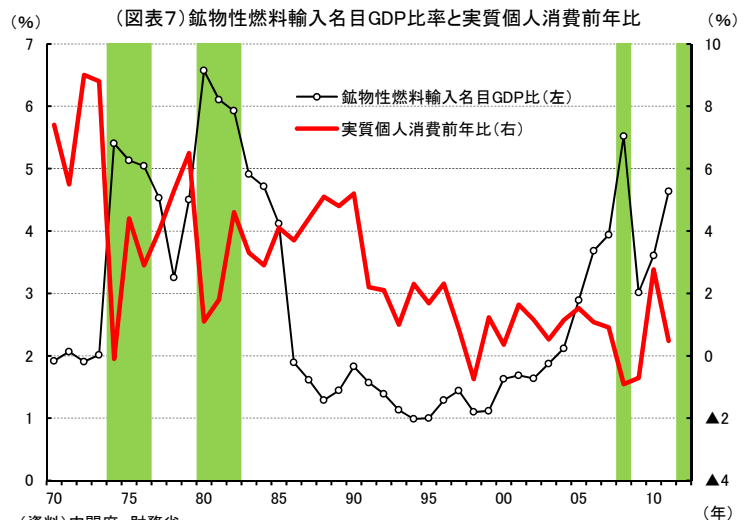


経済全体が底上げされるにしても、家計や一部内需型産業には円安によるデメリットが降りかかってくる。とりわけ大半を海外からの輸入に依存せざるを得ないエネルギー関連でマイナス影響が避けられない。

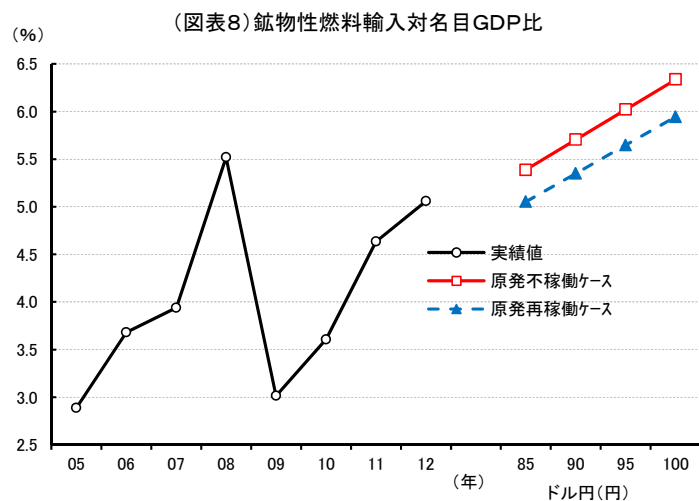
わが国の鉱物性燃料の輸入は2012年において24兆円、名目GDP比で5%前後に及んでいる。円安が進行すれば、円建て輸入額はその分水膨れし、最終的に、ガソリン価格や電力料金の上昇等という形で、家計及び企業が負担することになる。こうしたエネルギーコストの上昇は、家計消費には深刻な悪影響を及ぼしかねない。

過去の鉱物性燃料輸入対名目GDP比率（以下、鉱物性燃料輸入比率）と実質個人消費の推移をみると、前者の鉱物性燃料輸入比率が5%超に膨れ上がると、ほぼ例外なく個人消費が失速している（図表7）。そこで、数量に変化がないと想定したうえで、円相場の変動による鉱物性燃料輸入比率の変化度合いをみると、85円超の円安が常態化すれば、同比率は5%を超え、90円になるとWTI原油先物価格が140ドル超を記録した2008年を凌駕することになる²（図表8）。ちなみに、足許の鉱物性燃料輸入は、原発稼働停止を受けたLNG輸入の大幅増加の影響を受けており、原発が順次再稼働されれば同比率が低下しうる。しかしながら、仮に原発再稼働を想定しても、95円超の円安水準になると同比率は2008年水準を大きく上回ってくる。

いずれにせよ、90~95円超の円安水準が続けば、家計消費への打撃は避けられず、先行き円安に対してむしろ国内から批判が強まる可能性がある。同水準程度の円安が中長期にわたって維持されるには、輸出企業が雇用増・賃金上昇等を通じて円安メリットを幅広く経済全体に均霑していくことが欠かせない。さもないと、ウォン安政策によりサムソンやLG・現代など一部財閥企業のみメリットが集中し、国民経済生活が疲弊、国民全体が左傾化した韓国の轍を踏むことになりかねない。



(資料)内閣府、財務省
(注1)実質個人消費前年比は80年までは68SNA(1990年基準)、81~94年は93SNA(2000年基準)
(注2)70~79年の鉱物性燃料名目GDP比は名目GDPに68SNAを使用。
(注3)ダーク部は鉱物性燃料GDP比5%超の局面



(資料)財務省、内閣府
(注1)2012年の実績値は、名目GDPに日本総研予測値を使用。
(注2)原発再稼働ケースは、鉱物性燃料に占めるLNG比率が2010年と同じと想定。

²原油価格が低下する、あるいは、TPP参加により米国から安価なLNGの輸入が可能になれば、円安への裨益は大きくなる。