

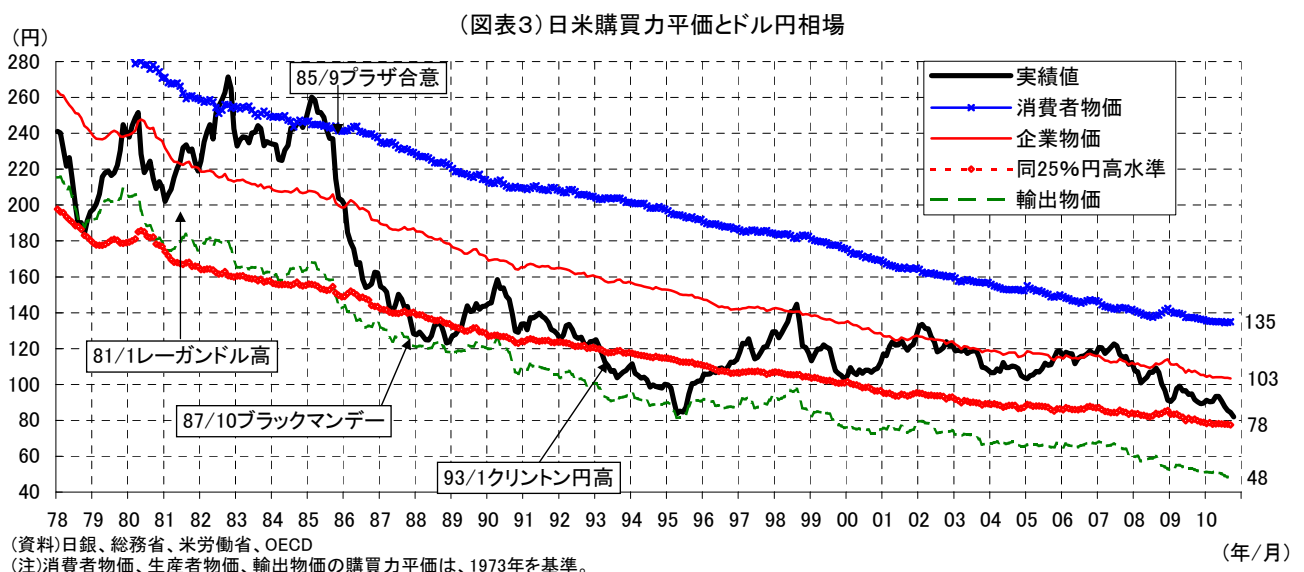
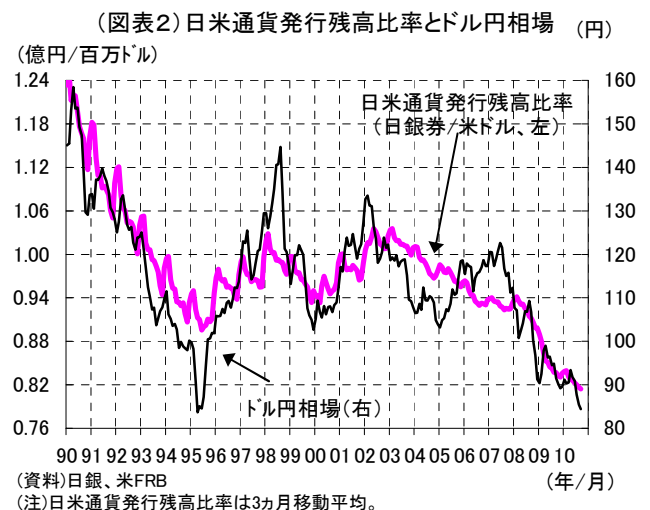
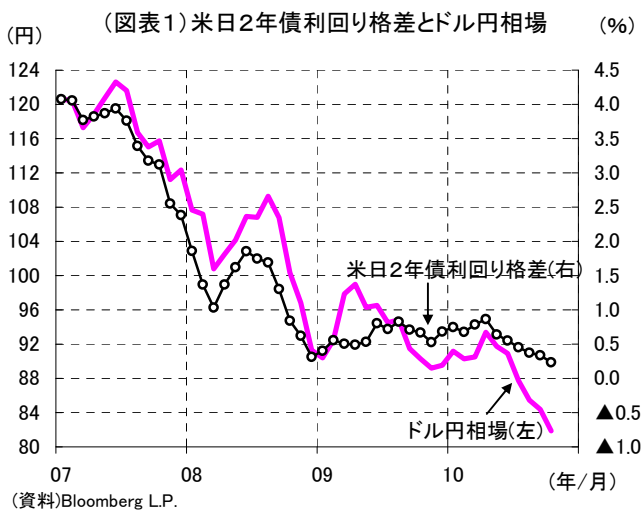
## 足許の円相場水準をどうみるか

対ドル80円は計算上の適正レンジのほぼ上限。対NIEs通貨での円高度合いはより深刻。

(1) ドル円相場は、9月中旬の円売り介入以降も円高ドル安に歯止めがかからず、1995年4月につけた79.75円が目前に。こうした状況下、現在の円相場水準をどのようにみるべきか。いくつかの切り口から計算上の適正水準を検討。

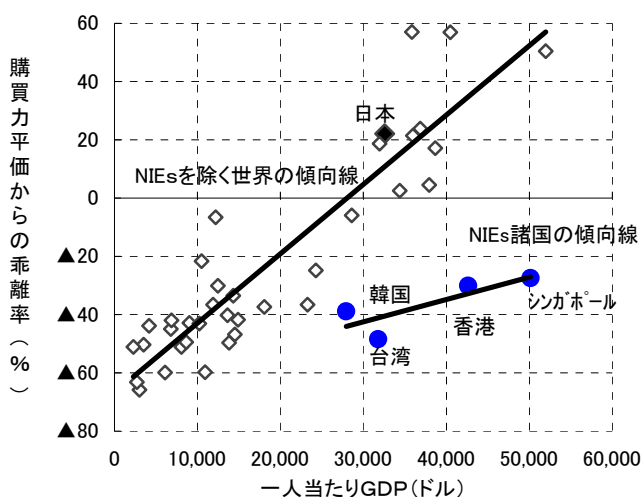
- ①2005年以降、ドル円相場は政策金利見通しを反映する米日2年債利回り格差と強い相関。日米ともにゼロ金利政策の長期化が見込まれるなか、同金利差は足許0.2%台まで低下。同金利差に見合うドル円相場水準は90円前後(図表1)。
- ②相対的な通貨量の切り口からみると、ドル円相場と日米通貨発行残高比率は強い相関。90年からの両者の関係からは、やはり90円前後が現状妥当な水準であることを示唆(図表2)。
- ③日米購買力平価をみると、プラザ合意以降、円の下限メドとして機能してきた企業物価基準購買力平価(1973年基準)が足許103円。一方、円の上限は、87年秋のブラックマンデー、93年からのクリントン政権下での円高政策時を除き、同25%円高水準がメドであり、足許は78円(図表3)。

(2) 以上のように、ドル円相場は、90円±10円程度がファンダメンタルズから示唆される妥当水準であり、80円は同レンジのほぼ上限といえる。



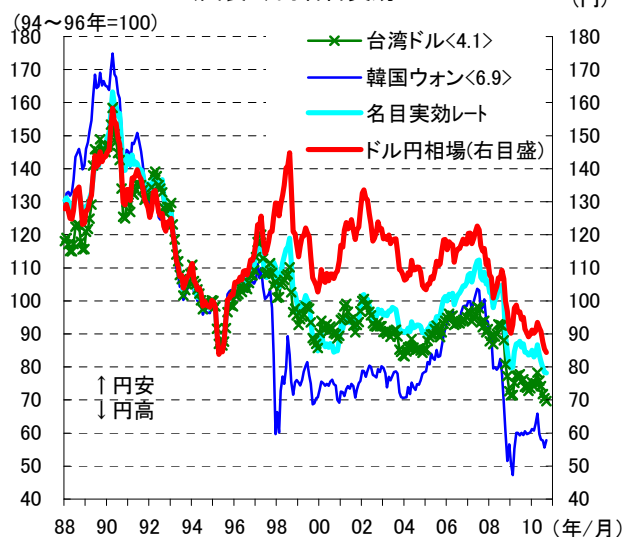
- (3) 一方、NIEs通貨は、対ドルで大幅安の状況。一般論として、一人当たりGDPが相対的に大きくなると通貨高になる傾向。IMF統計を基に、2009年の一人当たりGDPと各国の為替水準をみても、一人当たりGDPの増大に伴い購買力平価からの乖離度合いが割安から割高へと変化していく傾向が看取。これに対し、シンガポールドルや台湾ドル、韓国ウォンをはじめとしたNIEs通貨は、軒並み購買力平価対比40%前後割安な状況（図表4）。
- (4) わが国製造業と競合関係にある台湾ドルと韓国ウォンの対円相場は、96年までドル円相場とほぼ連動していたものの、97年のアジア通貨危機以降その連動関係が崩れ、大幅な円高水準が持続。かつての連動関係に基づいてドル円相場に換算すると、足許の台湾ドル円相場は70円前後、韓国ウォン円相場は50円台に相当。わが国の台湾・韓国との貿易量は全体の10%程度にすぎないものの、電機・半導体業界などでは、両国企業が世界市場でわが国企業にとって手強い競争相手となっているなか、きわめて厳しい競争環境を強いられているといえる（図表5）。
- (5) ちなみに、法人企業統計等を基に試算したわが国製造業の輸出採算ドル円レートは、円高方向にシフトしつつあるが、2008年10～12月期以降は実勢相場の円高進行に追い越され、全体としてみても輸出環境は大幅に悪化していることを示唆（図表6）。
- (6) 以上、ドル円相場に限定すれば、足許の円高は説明がつく範囲内といえるが、わが国輸出企業の競合相手が、欧米先進国から台湾・韓国に広がるなか、対台湾ドルや対韓国ウォン相場を加味すれば、ファンダメンタルズから乖離した円高が進行しているとみるべき。

(図表4)一人当たりGDPと為替相場(2009年)



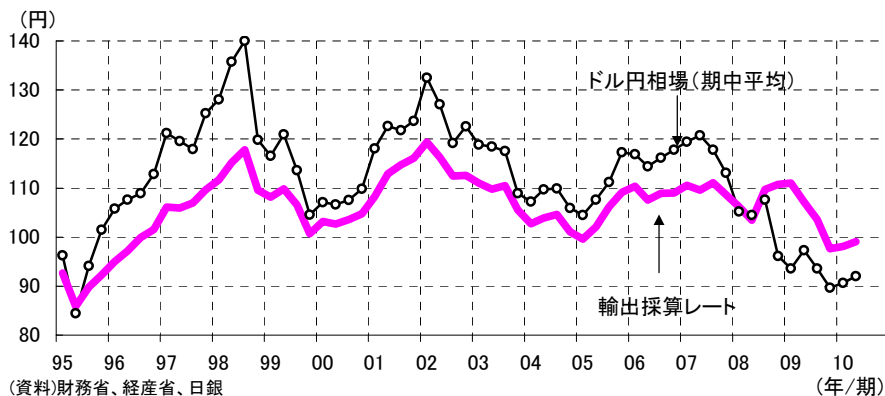
(資料)IMF, "World Economic Outlook, october 2010"  
 (注1)ドルベースGDP上位40カ国。ただし米国を除き、ユーロ加盟国はユーロ圏としてカウント。  
 (注2)購買力平価はIMF算出。ちなみに、日本は114.2円(2009年)。  
 (注3)乖離度=(購買力平価-実績値)/実績値。  
 (注4)一人当たりGDPは購買力平価ベース。

(図表5)円名目実効レート



(資料)BIS、日銀  
 (注1)実効レート(台湾・韓国を除くベース)はBISを基に日本総研作成。  
 (注2)凡例の<は名目実効レートに占めるウェイト。

(図表6)わが国製造業の輸出採算レート



(資料)財務省、経産省、日銀  
 (注1)輸出採算レートは、輸出部門での経常利益がゼロとなる為替レート。  
 (注2)法人企業統計季報、鉱工業出荷内訳表、企業物価から日本総研試算。