

日米の GDP 対世界比、米国 37 年ぶり優位 24 年ぶりのドル高を正当化、年間値幅でもドル高余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/7/20 (水)

為替相場のドル/円は約 24 年ぶりのドル高・円安となってきたが、日米の名目 GDP の対世界比は 37 年ぶりの米国優位となっており、一定部分は正当化される。年間の変動幅は約 26 円幅と 24 年ぶりの大きさとなり、過熱感は警戒されるものの、過去には 36 円から 38 円といった実績も見られてきた。購買力平価などの適正レート比では大幅な円の過小評価となってきたが、1980 年代以降の長期的な円の過大評価に対する反動修正エネルギーを踏まえると、倍返し形で円安がオーバーシュートする可能性は無視できない。

日本の GDP 対世界比、ピークから 3 分の 1 以下

「為替相場でのドル/円は 1985 年のプラザ合意に至るまで、購買力平価でみて円は一貫して対ドルで過小評価(割安)されていた。しかし、1985 年に 13% の円割安がドル安協調などもあり、1990 年に 28% の円過大評価(割高)に、ピークの 1995 年は 75% も円が割高となっていたと試算される」――。

米国の経済学者でノーベル経済学賞の候補経験もあるデール・ジョルゲンソン米ハーバード大学名誉教授は、かつてこのような研究結果を明らかにしていた。そのうえで 1990 年代以降の行き過ぎた円高(円の過大評価)が、日本企業の競争力阻害や生産性の低下、長期低迷に影響したと分析している。

ひるがえって現在は円安の加速により、購買力平価などとの見合いで円の過小評価(円安の行き過ぎ)が進展してきた。

最近では米銀大手バンク・オブ・アメリカ(BofA)のストラテジストが 6 月末、「ドル高・円安は、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)に基づく BEER(均衡為替レート)モデルが示す適正価格から大きくかけ離れている」と指摘。同行の試算によるフェア・バリュー(適正価格)は現状 1 ドル=90.74 円と推定され、先行き日銀の緩和修正や米経済のリセッション(景気後退)が近づく場合には、適正価格との乖離の修正が進む、という見通しを示している。

一方で適正価格の分析には複合的な手法があるが、単純に日米の「世界経済に対する地位比較」でいえば、現在のドル高・円安は必ずしも行き過ぎとは言えない。IMF による最新 4 月の世界経済見通しによると、名目 GDP(ドルベース)の世界合計に対する割合では、2022 年に日本は 4.7%と見込まれている。かたや米国は 24.4%で、「米国ー日本」の格差は+19.7%の米国優位となってきた。日本の長期低迷と米国経済の底堅さなどもあり、1985 年以来、実に 37 年ぶりの米国優位となっている。

あくまで名目 GDP の世界に対するプレゼンス比較でいえば、24 年ぶりというドル高・円安は正当化されるものだ。名目 GDP の世界合計に対する日本の比率は、1994 年の 17.9%や 1988 年の 16.4%を最高として、2022 年予測は 4.7%と 3 分の 1 以下に衰退している。円安要因によるドル換算 GDP の目減りを大きく超えた経済力の低下となってきた。

すでに 6 月 8 日には 1 ドル=132-134 円時点で、IMF の対日審査団長を務めるラニル・サルガド氏が、日米金融政策の違いなどを含めて「(現状のドル高・円安は)ファンダメンタルズを反映している」という見解を示している。

それでも現状のドル/円はドル高加速により、年間の変動幅(年間のドル高値ードル安値)が 7 月 14 日時点で約 26 円幅と 24 年ぶりの大きさとなってきた。12 日の日米財務相会談では「為替相場の大幅な変動はリスクをもたらす」という点で合意がなされており、ドル高には過熱警戒感も意識されている。

その反面、ドル/円は 1985 年のプラザ合意という歴史的なドル安協調と急変動のあと、過去約 35 年の歴史のなかで、年間変動幅は 1998 年に約 36 円幅、1990 年に約 37 円幅、1987 年に約 38 円幅といった変動幅の広がりケースが観測されてきた(1985 年は約 63 円幅)。過去実績に沿えば、年末に向けて一段のドル上昇と年間の変動幅拡大の可能性は残存している。

ドル/円の年間変動幅、米 CPI 上昇時は拡大

しかも今年の場合、米国の CPI(消費者物価指数)が直近 6 月に前年比+9.1%となり、「約 40 年半ぶり」という歴史的な伸び率となってきた。過去に米 CPI の急上昇という波乱の年には、連動した FRB による政策対応の大型化や米国債金利の振れ幅拡大などにより、連動してドル/円の変動幅も大きくなっている。実際、米 CPI が前年比+11%超えに上昇した 1981 年は 47 円幅、+14%超えの 1980 年は 58 円幅、+13%超えの 1979 年は 57 円幅――といった変動幅の広がりが見られてきた。

もちろん、こうした過去と現在とでは、ドル/円の相場環境や成熟度、市場規模、米日の金利差などが大きく異なっている。さすがに現状段階での年間 40 円幅や 50 円幅は非現実的ながら、7 月 14 日時点の 26 円幅に比べると、一定の拡大余地は残されている。

ドル/円に影響を及ぼす米 FRB の利上げ動向でいえば、来年にかけて利上げペースは鈍化しても、利上げ自体は持続される可能性が高い。足元の 7 月以降は米国の短期金融市場で「来年半ばの利下げ予想」

に対する織り込みも始まってきたが、来年の前半までは利上げ余地が残されている。

過去実績では米国の政策金利 FF が前年比で上昇する場合、ドル/円は高確率で「前年比ドル高」が連動観測されてきた。最低でも+20 円幅から+25 円幅はドルが上昇するパターンが繰り返されている。今年は3月から「前年比FF金利上昇」の利上げが始まっているが、ドル/円は月間ドル高値の比較で4月が前年同月比+20 円、5月が+21 円、6月が+26 円となり、過去実績が踏襲されている。

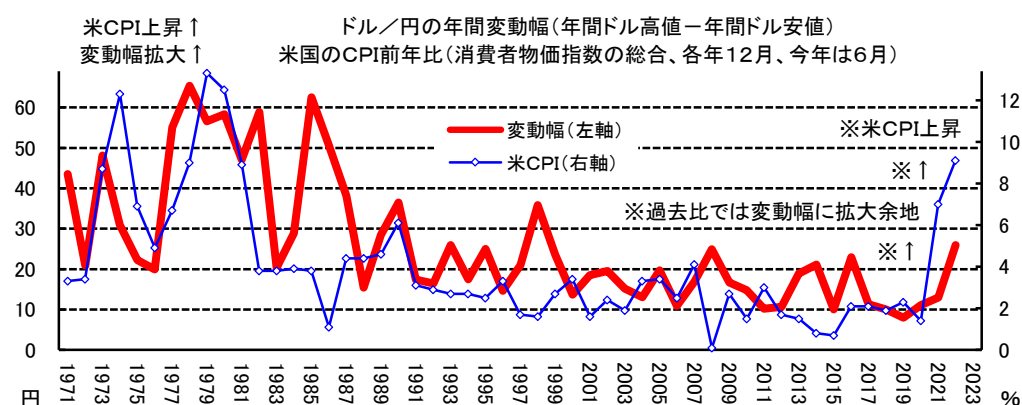
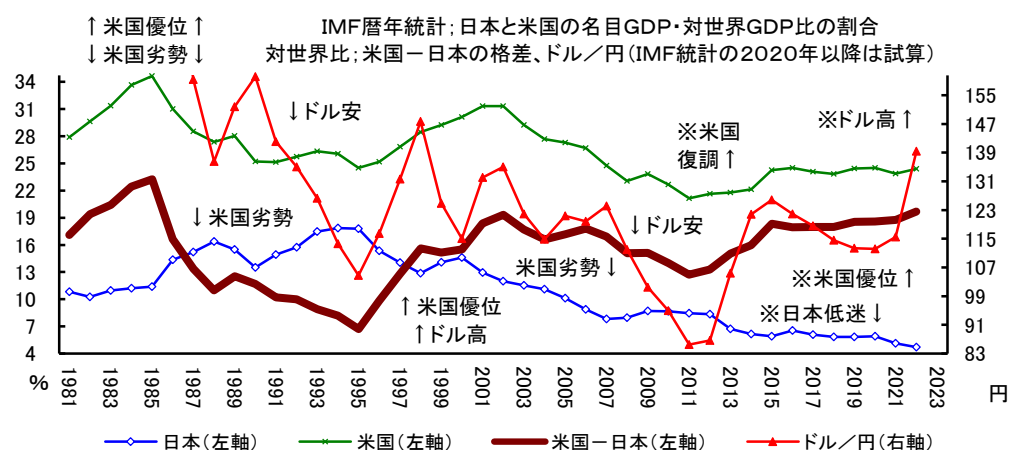
来年前半のメドで参考になる今年3月のドル高値は、125 円となっていた。来年3月に向けては、前年比+20 円で145 円、+25 円で150 円方向という可能性も非現実的ではない。

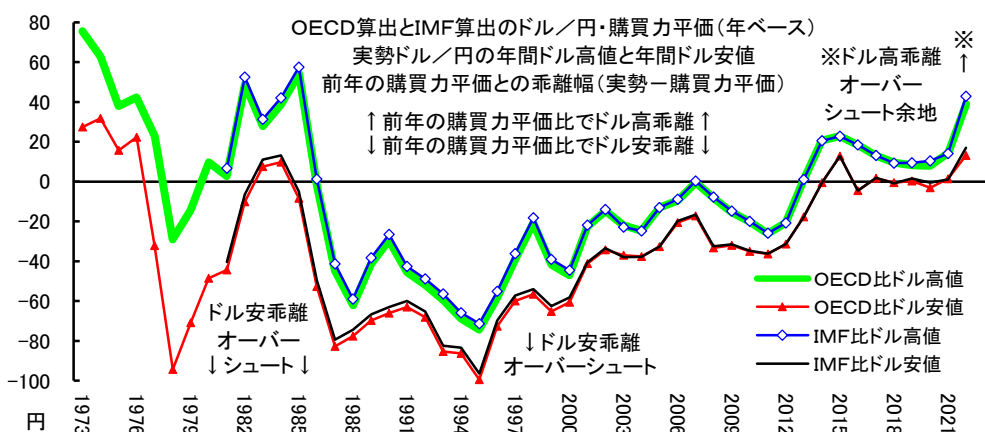
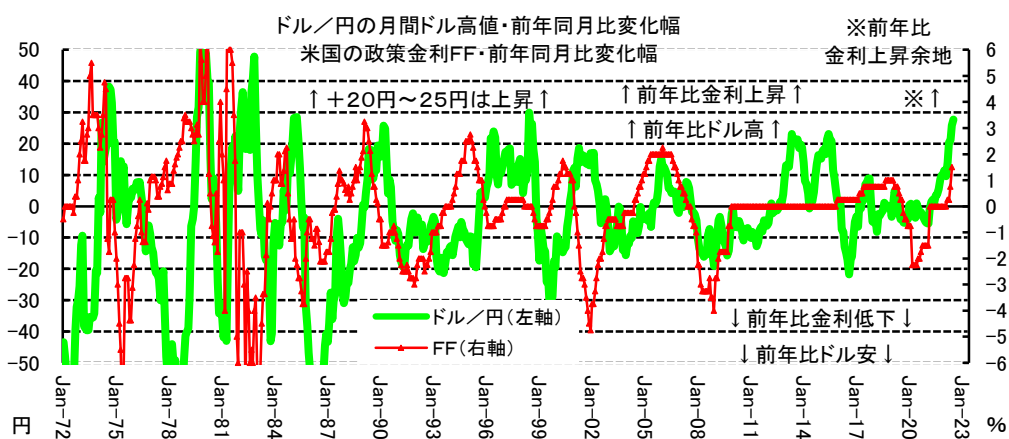
一方、ドル/円のフェア・バリュー（適正価格）などで参考になる購買力平価は、昨年2021年時の試算ベースでOECDが100.41 円、IMFが96.51 円となっている。それぞれ7月14日時点の年間実勢ドル高値139.39 円前後との比較では、+40 円、+43 円前後

のドル高上振れ乖離となってきた。あくまで購買力平価との見合いでは、ドルの過大評価と円の過小評価が加速されている。

それでも現在と同じような1980年代前半の米インフレ昂進局面では、+49 円から+57 円までの「購買力平価比ドル高・円安のオーバーシュート」が観測されてきた。しかも1985年のプラザ合意以降の長期円高と円の過大評価では、2013年にアベノミクスや日銀の異次元緩和が始まるまで、長期にわたって-100 円から-30 円前後という大幅な「購買力平価比ドル安・円高のオーバーシュート」が常態化している。

各種相場の特性である「山高ければ谷深し」、「谷深ければ山高し」という市場調整機能や自律調整機能を踏まえると、長期深化してきた円の過大評価に対する反動修正エネルギーが、倍返し形で「購買力平価比ドル高・円安のオーバーシュート」を加速させる可能性も無視できない。





お客様は、本レポー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。本レポートの内容は、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。