

情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日:2025年4月21日

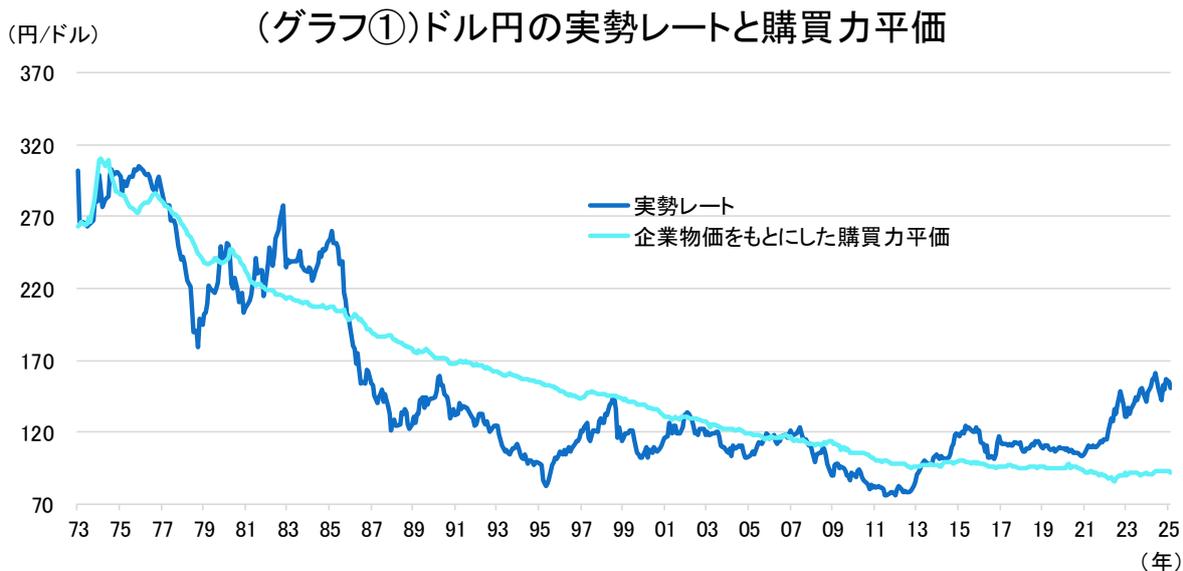
～今、敢えて、購買力平価に注目～

為替レートの決定メカニズムについては様々あるが、筆者は最近、スウェーデンの経済学者G＝カッセル氏が提唱した購買力平価説に着目している。そのようなことを社内のある会議で発言したところ、若手社員から「なぜ今、それに注目しているんですか？」という質問を受けた。同じような疑問を抱く方もいるのではないだろうか。このレポートでは、今、購買力平価説に着目している理由を説明したいと思う。

その前に、もう少し、購買力平価説について説明しておきたい。この考えのベースにあるのは、「一物一価の法則」である。つまり、自由貿易のもとでは同一の商品やサービスは、どこの国でも同じ価格で取引されるべき、という法則である。購買力平価説においては、これを満たすように為替レートが決まる。つまり、1本200円の牛乳が日本で売られていたとして、同じ量で同じ品質の牛乳が米国で2ドルで売られているとすれば、米ドル円(以下、ドル円と言います)のレートは1ドル100円になるべきと考えられる。

もっとも、この理論についてはいくつか限界がある。とりわけ、足許で重要な点は「自由貿易」という前提条件だろう。また、実際には1つの商品で計算されるわけではなく、消費者物価や企業物価、輸出物価などをもとに計算されるが、日本の各物価の商品構成と米国のそれらが常に同一ということもない。

ただ、長期的に為替の大まかな方向感を予想する上では参考になるとみている。特に、過去を振り返ると、大まかには企業物価をベースとした購買力平価近傍で実勢レートが推移していた(グラフ①)。



期間:1973年1月～2025年2月(月次データ)

(次頁に続く)

ただ、時折は大きく乖離していた場面がある。そこで、なぜ乖離したのか、また、なぜ反動が起きたかを論じたい。なお、為替には様々なメカニズムが働いており、ここではその当時の歴史をもとにした私なりの解釈であることを付け加えておく。

まず、1970年代後半の円高進行であるが、これは購買力平価が円高方向に推移するなかにあつて実勢レートがそれ以上に円高に進んだ、と解釈するべきだろう。日本の貿易収支が改善に向かっていたことも影響したと考えられる(グラフ②)。

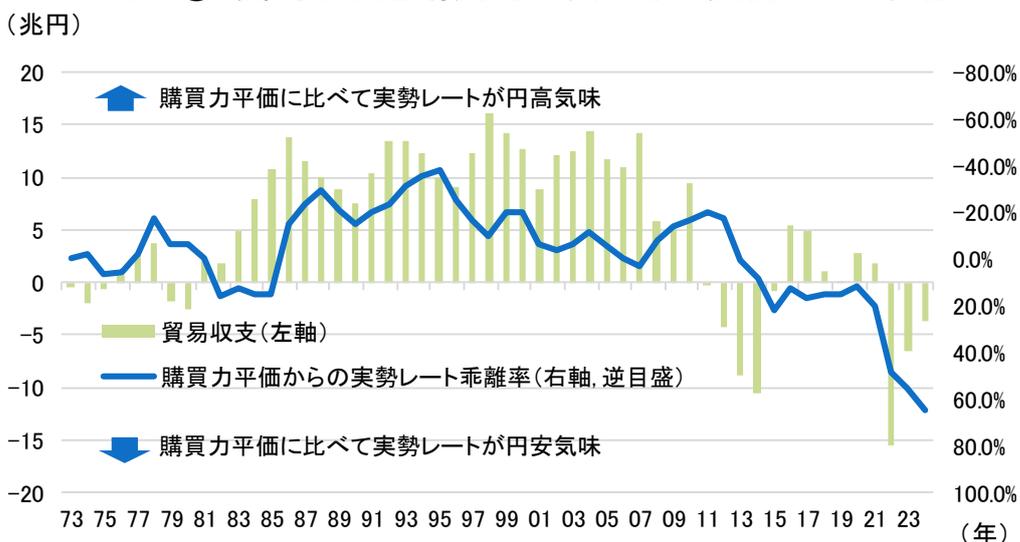
しかし、その反動が訪れた。グラフ①で示したとおり、購買力平価以上に実勢レートが円高となっていたなかで、1978年11月にカーター大統領のドル防衛策を契機に相場は転換した。さらに、1979年1月にイラン革命が発生し第二次オイルショックが起きて、円安の流れは継続し、結局は購買力平価近傍へ戻った。

1980年台前半はドル円の実勢レートが購買力平価以上に円安の状態に推移した。1981年にレーガン氏が大統領に就任し、レーガノミクスと呼ばれる経済政策(規制緩和や減税など「小さな政府」を志向した政策)が行われた。米国への投資が拡大し、ドルは円に対して相対的に強含む形となった。

その後、1985年9月にプラザ合意によって実勢レートは円高方向へ進んだ。ドル安を志向する目的通りであったが、過度に進んだことから為替相場を安定化させることを目的に1987年2月にルーブル合意がなされた。しかし、これでドル安を止めることができなかった。

ルーブル合意がなされてもドル安は続き、また、1987年10月にはブラックマンデーが起きた。この背景については、ドル安に伴うインフレ懸念が浮上したことも指摘されている。そして、1987年12月にクリスマス合意がなされてようやく実勢レートは円高方向に回帰していった。

(グラフ②) 貿易収支と購買力平価からの実勢レート乖離率



注：貿易収支については、1996年以降は国際収支ベース、1995年以前は税関ベース。

注2：購買力平価からの実勢レート乖離率は、ドル円に関してであり、購買力平価は企業物価をベースにしている。乖離率は、月次データをもとに乖離率を算出後、暦年毎に平均した。

期間：1973年～2024年(年次データ)

(次頁に続く)

その後、1993年からのクリントン政権においては、初の日米首脳会談後に行われた記者会見の場で、「貿易不均衡の是正には円高が有効」との発言があり円高進行のきっかけとなった。1995年4月のG7において、ドルの下落に対する「秩序ある反転」について合意がなされたことを契機にドル円は円安方向に進む形になった。

その後は多少の乖離は見られつつも、購買力平価近傍でドル円の実勢レートは推移していた。

しかし、2022年頃から日米の金融政策の違い（利上げをハイペースで進める米国と、緩和的な金融政策を続けた日本）などが意識されるなかドル高円安気味に推移し、足許も実勢レートは購買力平価から大幅に割安な水準にある。

問題はここからどうなるかであるが、過去を振り返っていくつか言えることがあるように思う。

まず、購買力平価から相応に乖離した状態にあるとき、米国サイドを中心に是正しようとする姿勢が見えること。そして、そうした姿勢はG7の場や首脳会談後の記者会見などで示され、為替市場は比較的、素直に反応することがポイントだろう。

足許では、実勢レートが購買力平価から相応に乖離した状態にある。大幅に円安と言って良いだろう。こうしたなかで、トランプ大統領は米国の貿易収支を改善させようとしている。米国の貿易収支を改善するには関税だけでは不十分だろう。ドルが安くなる必要がある。相対的に安い円については、これを是正するように望んでいる模様だ。

足許は円高方向に進んできたが、今後も更に円高に振れる可能性に注意しておくべきだろう。