

2019年6月26日

割安で推移した最近の円ドル相場 —適正水準を実効レート of 均衡値から算出—

首席研究員 小野寺 敬

主任研究員 渡部 肇

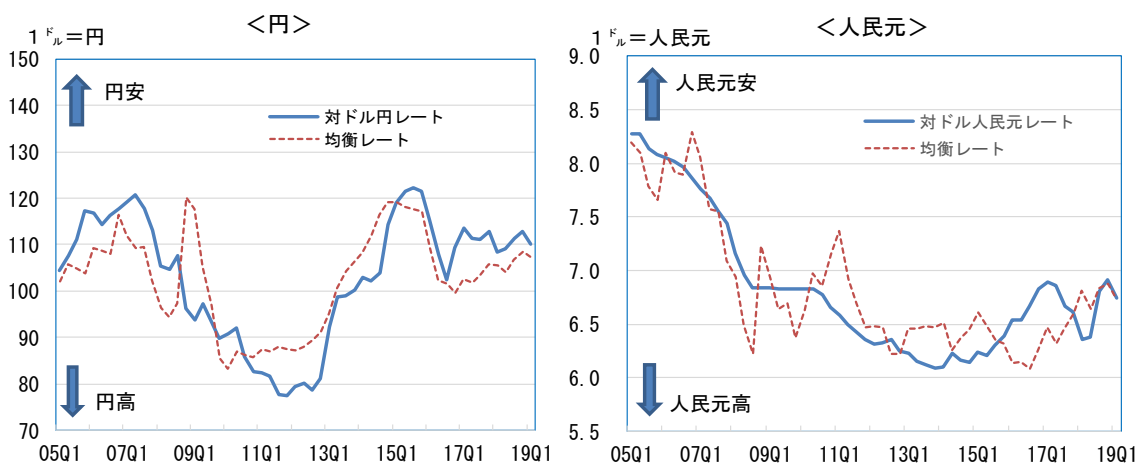
主任研究員 田原 健吾

本稿は、日本経済研究センターと日本経済新聞社が共同で算出し、日本経済新聞（2019年6月26日朝刊）に掲載の均衡為替レートに関して、その考え方や算出方法の概要を整理したものである。

《ポイント》

1. 均衡為替レートは各国のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）を反映した為替相場の適正水準を示す。通貨の実勢レートを均衡レートと比較することで割高・割安の度合いを評価することができる。
2. 日本経済研究センターでは、これまでも各国通貨の実質実効為替レートを対象とする均衡レートを算出・公表してきたが、今回はこれと整合的な形で、対ドル円レートなどの2通貨間の均衡レートを算出したのが大きな特長である。
3. 対ドル円の均衡為替レートは2018年10～12月期が1ドル=109円、19年1～3月期は107円程度となった。15年以降を見ると、均衡レートに比べて実勢の為替レートは円安・ドル高で推移してきたことがわかる（下図左）。

図表 円と人民元の対ドル均衡為替レート



【経済実態を反映する均衡レート】

均衡為替レートは Clark and MacDonald(1998) の BEER(Behavioral Equilibrium Exchange Rate)の手法を参考に、為替レートがマクロ経済のファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)を示す指標に左右されるとの考え方に基づいている。ある通貨の実勢の為替レートが均衡レートからどれくらい乖離しているかを見ることによって、その通貨が割高・割安かを評価することができる。

【2通貨間均衡レートを統合的に】

日本経済研究センターでは、これまでも Masujima(2015)や短期アジア経済予測報告書などを通じて、実質実効為替レート(Real Effective Exchange Rate: REER)の均衡レートを公表してきた経緯がある。今回、日本経済新聞に掲載した対ドル円、対ドル人民元の2国間の均衡為替レートを、従来の REER の均衡レートと統合的な形で算出したことが大きな特長として挙げられる。

このような形で求めた円ドルの均衡為替レートは、日米の経済実態だけではなく、世界の通貨市場での存在感が大きいユーロや人民元、ポンドなど他の主要通貨や経済の動向も反映したものになっている。

【算出の手順】

① 実質実効為替レートの均衡値の推計

当該通貨の世界の中での実力を示す国際決済銀行(BIS)の「実質実効為替レート(REER)」を被説明変数、マクロ経済のファンダメンタルズ指標を説明変数として、最小2乗法を適用し、推計値を REER ベースの均衡値とした。推計した REER の対象通貨、および説明変数は以下のとおり。

対象通貨： 日本円、米ドル、ユーロ、英ポンド、中国人民元、韓国ウォン、台湾ドル、インドネシアルピア、マレーシアリング、シンガポールドル、タイバーツの11通貨

説明変数： 交易条件、貿易財の非貿易財に対する相対価格の内外格差、実質金利差、対外純資産残高、リスクプレミアム(政府債務残高)など

② 2通貨間レート(円/ドル、元/ドルなど)の計算

次に推計した各通貨の REER ベースの均衡レートと実勢レートとの乖離を、対米ドルの2通貨間レートでの均衡との乖離に換算する。この換算では、ある通貨の実効レートの均衡レートからの乖離は、海外の各通貨に対する2通貨間レートの均衡からの乖離の加重平

均（貿易額ウエート）となる関係を使う。通貨数と同じ 11 本からなる連立方程式を解くことで、対米ドルレートの均衡値との乖離を求め、最終的に対米ドルの均衡レートを算出する。

数式で説明すると次のようになる。通貨 i の実効レートの均衡値 E_i^* の実績値 E_i からの乖離は、通貨 i （たとえば円）の他通貨 j （ドル、ユーロなど）に対する為替レート（数値が大きいほど i が増価）の均衡値 e_{ij}^* の実績値 e_{ij} からの乖離の加重平均（貿易額ウエート w_{ij} ）として求められる。すなわち

$$E_i^* - E_i = \sum_j (e_{ij}^* - e_{ij}) \times w_{ij}, i = 0, 1, 2, \dots, 10, j = 0, 1, 2, \dots, 11, i \neq j$$

ここで $i, j = 0$ は基準通貨（米ドル）、 $j = 11$ は 11 カ国以外の世界に対応するものとし、 $e_{ij} = e_{i0}/e_{j0}$ （ただし、 $e_{00} = 1$ ）として計算した。

この連立方程式を解き、通貨 i の米ドルに対する為替レートの均衡値 e_{i0}^* を算出する。

【算出結果】足元の実勢は年初の均衡レートに接近

対ドル円、対ドル人民元の均衡レートの算出結果を、1 ページの図表に示す。対ドル円レートは 18 年 10～12 月期が 1 ドル＝109 円、19 年 1～3 月期は 107 円程度となった（同左）。15 年以降を見ると、均衡レートに比べて実勢の為替レートは円安・ドル高で推移してきたことがわかる。本稿執筆時点の実勢レートは 1 ドル＝107 円前後と 19 年 1～3 月期の均衡レートとほぼ一致している。今年初めごろまでの円の割安傾向が止まり、徐々に均衡レートに回帰するかなのような動きになっている。

対ドル人民元レートは、18 年 10～12 月期が 6.9 元、19 年 1～3 月期は 6.7 元と実勢レートとほぼ同じ水準になった（同右）。

均衡為替レートの過去の値は今後、遡及修正されることがある。

《参考文献》

日本経済研究センター 短期アジア経済予測 中国・ASEAN4（2015 年 1 月）「原油安が成長を下支え、中国は 7%成長へ減速」

Clark, Peter B. and Ronald MacDonald, 1998, “Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs,” IMF Working Paper

Masujima, Yuki, 2015, “Assessing Asian Equilibrium Exchange Rates as Policy Instruments,” RIETI Discussion Paper Series 15-E-038

※本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務・事業本部までご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター
〒100-8066 東京都千代田区大手町1-3-7 日本経済新聞社東京本社ビル11階
TEL:03-6256-7710 / FAX:03-6256-7924