

投資のツボ 投資環境を読む

「現状は「円高」ではない 実質実効為替レートで見ると

現状は「急激な円高」か

多少なりともギャンブルの要素を含む投資を実践しようとした場合、今ならやはり、FX（外国為替証拠金取引）が手軽だと思う。そんな投資環境が過去数年間続いてきたが、この分野で収益をものにしようとした場合、為替相場に相應に通じる必要がある。

かくして、過去数年間のFXブームを背景に、為替相場に関する情報が格段に多くなってきた。しかし、これだけ為替関連情報が多くなってきたにもかかわらず、その情報の多くは「昔前のステレオタイプ」のそれにとどまっているのではないかと思

う。たとえば3月中旬過ぎ（第3週前半）の円高は「急激な円高」であると報じられる。たしかに、対米ドルで昨年末の113円台から95円台に進んだと見れば16%以上の円高・ドル安だ。

さらには「1ドル95円台は12年7カ月ぶりの円高水準である」とか、1円の円高でトヨタ自動車は営業利益ベースで350億円程度のマイナスを被る」「逆に原油を大量に消費する日本航空などは1円の円高で17億円程度の利益が増える」といった説明が続くのが常だ。

しかし、今回の円高を名目レートではなく、企業が行う輸出入採算の

変動という観点からより有効な実質実効為替レートで見れば、意外な姿が浮かび上がる。というわけで、今回は「名目為替レート」だけでなく「実質実効為替レート」で為替相場の動きを見てみよう。

物価上昇率などを加味した 実質実効為替レート

日本の輸出企業は、何も米国に対してだけ輸出を行っているわけではない。2007年中の地域別輸出統計で見ると、対米輸出は16兆9000億円、輸出金額全体（83兆9400億円）に占めるシェアは20%にすぎない。アジア向けは4兆4000億円（48%）、EU向けは1兆4100億円（15%）にも達する。しかも対米貿易のシェアは年を追うに従って低下している。

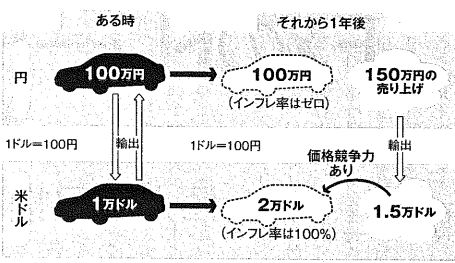
こうなると、米国以外の主要各国

に対しても輸出を行っている企業にとってみれば、「ドル・円レート」だけで、為替相場の変動による輸出採算の変動を測るのは適切ではないだろう。むしろ、輸出相手国の輸出シェアに応じてそれぞれの国（通貨）と円との為替レートを加重したうえで作成された合成指数の方がはるかに役に立つはずだ。

こうした考えに立って計測、算出された為替レートを「実効」為替レートという。特に、まだ海外進出が進んでいないにもかかわらず、輸出採算が業績に及ぼす影響の大きな企業の株価を見通すうえでとても重要な指標になる。

では「実質」とはなにか？
これは図1をごらんいただくとうかがいやすいだろう。この図は上半分が円の世界、下が米ドルの世界だ。そして左半分はある時点における内

図1 為替と物価上昇率



外の貿易環境を示す。そして右半分がそれから1年後の時点であると思えていただきたい。さてこの間にドル・円相場は1ドル100円であったく変わっていない。ではたとえば多くの電機、自動車、精密、機械など輸出主導型企業にとっての輸出採算には変化がなかったと見なすべきだろうか？ そうではないはずだ。

もう少し丁寧に言うべきかもしれない。たとえば当初（左半分）は日本での車の値段が100万円、米国で同じ車が1万ドルの時には自動車メーカーはこの車を1万ドルで輸出して100万円を得る。これは国内で100万円でのこの自動車を買ったのと同じこと。

これに対して1年後には米国でのこの自動車は2万ドルで流通している。つまり米国では一気にインフレが進んだのだ。一方、日本での価格は100万円が変わらずだったとしたら、この場合、国内の自動車メーカーは米ドルベースでこの同じ車を1万5000ドルで売ったとしても、米国の側から見れば「2万ドルを下回る割安な価格で輸入できた」と考えるはずだ。さらには、自動車メーカーにとっても1万5000ドルで輸出するのに伴い、150万円を受け取ることになる。

つまり、自動車メーカーにとって

は「輸出先の米国は実質的に値段が下がったと喜んでくれ」「円ベースで見れば死に代金も一気に増える」ので八方すべてが良しなのだ。つまり、輸出に伴う採算が一挙に好転したわけだ。言い方を換えれば「国際的な価格競争力が一気に好転した」ことになる。

さて、このように考えると、一般的に言ってA国とB国の名目上の為替レートが一切変化しなくても、その間にB国の物価上昇率がA国のそれを明らかに上回っていれば、A国からB国への輸出採算は好転、価格面での競争力は高くなるのが明らかだ。インフレ率の低い国の輸出競争力はどんどん高まっていくのである。これが図の意味だ。ことに00年以降、円の対ドルレートと円の実質実効為替レートは時期を追うに従って乖離している。まさに、日本が世界の流れから取り残される格好で、デフレ経済を続けていたことによるものだ。

したがって、輸出企業の採算を考えるに際しては、名目上の為替レートではなく、以上の物価上昇率の差を加味したうえで何らかの合成レートを算出、これを輸出企業の採算を測るうえで有力な指標として用いる方がよい、ということになる。これが前述の「実質実効為替レート」

と呼ばれるものだ。
現在よく知られているところでは、日本銀行と日本経済新聞社がそれぞれ独自に算出している（いずれも数値が高い方が円高を意味する。図2）。

円は依然として安い水準にある

これを見る限り、円の実力は12年とか13年ぶりの高水準に達した、とはとても言えない。それどころか、1999年末の150円近くから07年には一気に100円を割って90程度まで急低下したことは是正である、とも見えるのだ。少なくとも対米ドルでの名目為替レートで「13年ぶりの円高」ではない。

為替相場と企業業績の関係に思いを致すなら、対米ドルでの名目為替レート一辺倒の為替相場の認識から早く脱却すべきだと思う。

最後にひとこと。00年から今日に至るまでの輸出関連企業の好業績は、相当程度この実質実効為替レートで見た急速かつほぼ一貫した円安による部分がとても多い。したがって今回の円高（対米ドルでの名目為替）の動きほどには、これらの企業の業績を大幅に悪化させるものではない。

（角川 総一）

その3

図2 一見円高に見えるが、実質実効為替レートで見ると行き過ぎた円安の是正過程である

