

歴史的な円安をどうみるか

経済調査室

要旨

- ドル円レートは2022年4月末に1ドル=130円を突破し、歴史的な円安が進行している。経常収支の悪化なども材料と指摘されるが、円安進行の主因は日米金利差の拡大である。
- 円安は輸出や海外資産収益を通じて日本経済にメリットとなるが、その効果は縮小している。また、円安が長期化すれば、生産性の低い企業が延命され、長期の成長力を損ねるほか、為替の急変動は不確実性により投資などを阻害する。
- 円安阻止のための為替介入の可能性は高くないとみられるほか、日銀は5月会合で緩和継続の姿勢を改めて示し、政策修正観測は遠のいた。市場では、円安の早期収束は難しいとの見方が多くなっている。

ドル円レートは、3月以降、円安が急速に進行した。本稿は、その原因や日本経済への影響、今後の見通しについてまとめた。

1. 足元の円安は歴史的

ドル円レートは4/28に一時1ドル=131.25円を記録した。為替の長期均衡値とされる購買力平価（PPP）は日米インフレ格差を反映して円高方向に動いたが、実勢レートは逆に円安が進み、両者の乖離は1ドル=125円に達した15年を大幅に上回って過去最大となり、歴史的な円安となっている（図表1-1）。

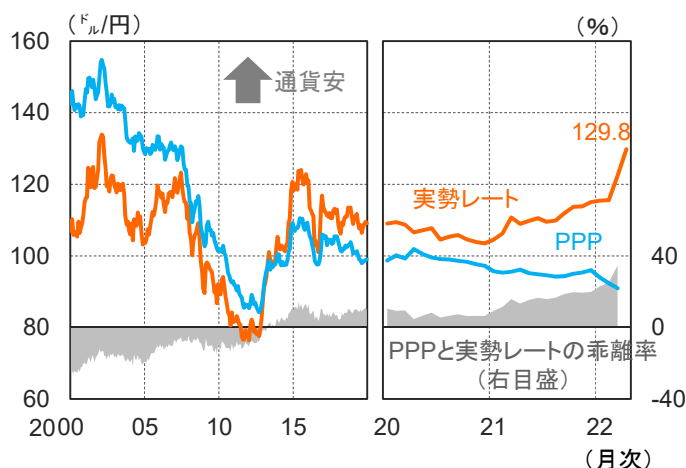
ドル以外の通貨を含めて加重平均し（実効）、イ

ンフレ格差を加味（実質）した実質実効レートでも、円は15年より安くなっており、ニクソンショック（1971年）以来の約50年ぶりの円安となっている（図表1-2）。また、欧州通貨はおおむね横ばいだが、米ドルは13年以降、円と対照的に上昇している。

2. 主因は日米金利差の拡大も日銀は緩和継続

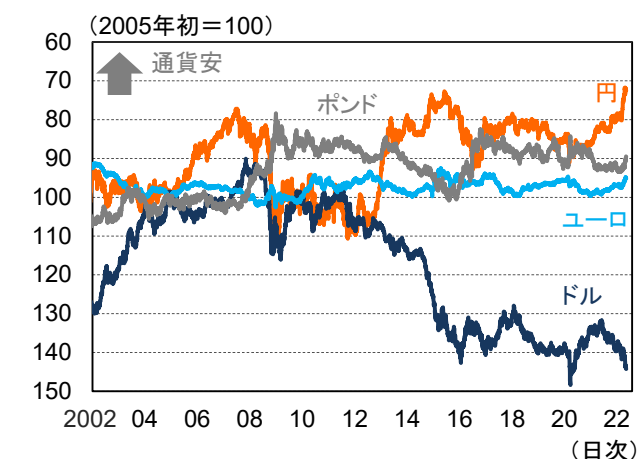
ドル円レートは長期的にはPPPに沿って動くが、短中期には日米金利差によって変動する（図表2-1）。コロナ禍で米国が一時ゼロ金利政策を採ったことで、金利差は一時消滅したが、景気回復とともにインフレが進行した米国で利上げ加速が見込まれており、緩和を維持する日本との金利差拡大に

図表1-1 ドル/円実勢レートとPPP（購買力平価）



（備考）1.日本銀行、世界銀行 2.PPPは17年末の世銀国際調査を基準に日米の輸出物価差により日本政策投資銀行試算

図表1-2 実質実効レート



（備考）1.RIETI 2.ユーロは独仏伊西の実質GDPによる加重平均

よって円安が進んだ。

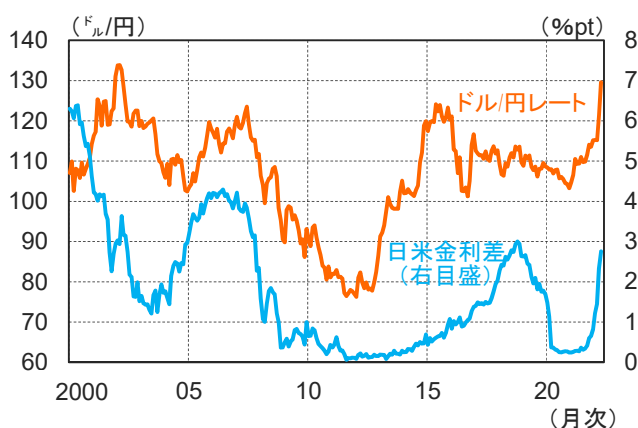
4月以降、コアCPIの前年比上昇率は、携帯料金値下げの影響が抜けて2%に近づくが、日銀は、上昇の背景にある資源高は一時的との見方を示し、賃金上昇などを伴う持続的な物価上昇が必要との考えを示す。5月の金融政策会合では、政策を維持するだけでなく、指値オペを毎営業日実施するなど、緩和は揺るぎないとの姿勢を示し、これによって1ドル＝130円を超えて一段と円安が進んだ(図表2-2)。

国内では、経常収支の悪化も円安の材料と指摘されるが、日本より燃料輸入負担の大きいアジアでも、通貨の落ち込みは限られている(図表2-3)。多

くの国ではインフレや米国の金融緩和縮小に対応して利上げに着手し始めており、日本の円安については経常収支の悪化ではなく、金利差の違いが現れたと考えられる。

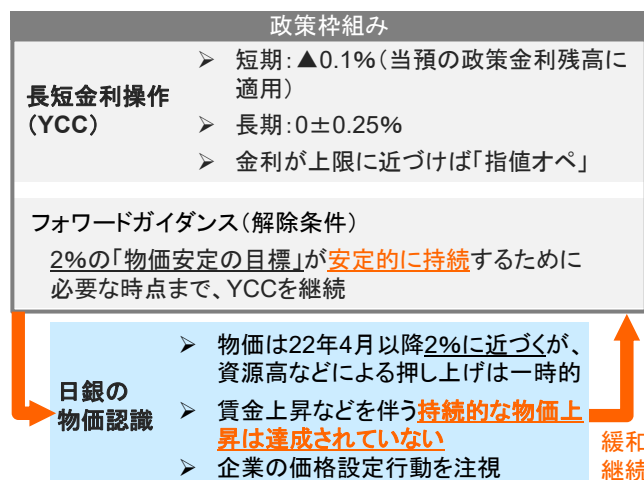
また為替取引は、ヘッジ、投機目的のスワップ、先物が大半を占め、経常取引の決済目的とみられる直物の割合は小さく、この傾向は円に限らず、世界的にも共通となっている(図表2-4)。このため、為替相場は投資家の期待、思惑などの影響を受けやすく、急変動やオーバーシュート(PPPなどのトレンドからの乖離)が生じる余地が大きい。その意味では、経常収支の悪化などが材料に加わり円安観測が強まれば、その動きが加速する可能性がある。

図表2-1 ドル/円レートと日米2年物金利差



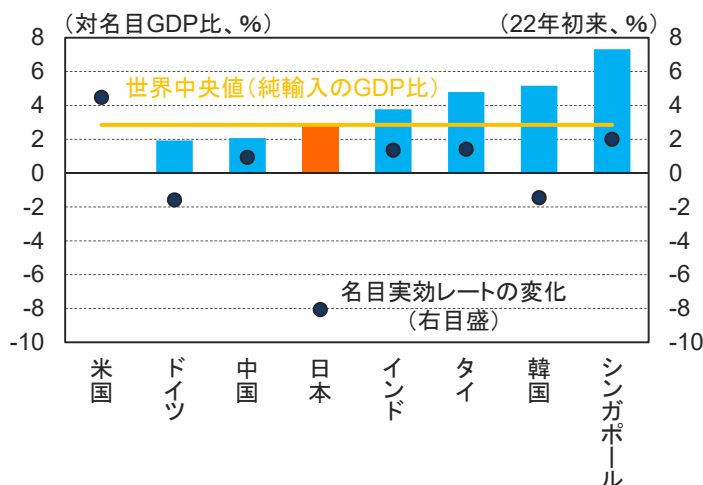
(備考) 日本銀行

図表2-2 日銀の政策枠組みと物価認識



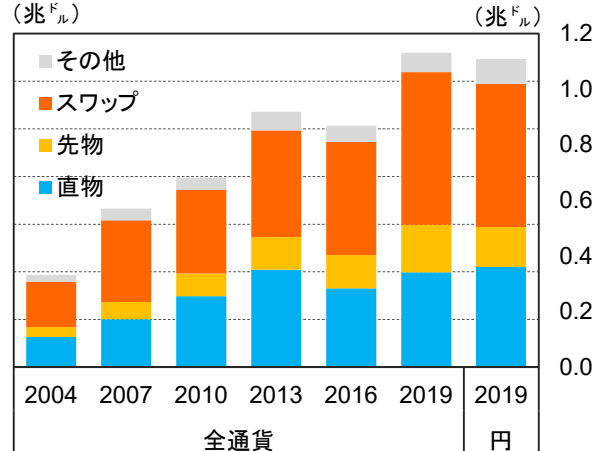
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-3 燃料純輸入・GDP比率と為替変化



(備考) 1.日本政策投資銀行 DBJ Research No.367『原油高、円安は経常収支の赤字をもたらすか』(2022年5月)
2.IMF、UN comtrade、BIS

図表2-4 BIS為替取引

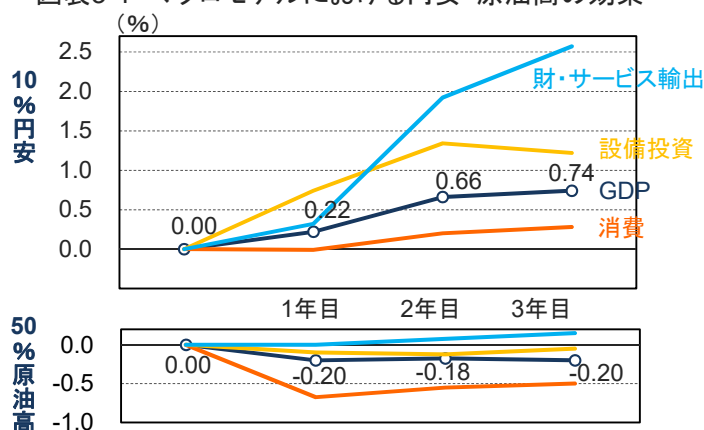


(備考) BIS

3. 日本経済の円安メリットは縮小

円安が経済に与える影響を内閣府マクロモデルでみると、輸出を中心にGDPの押し上げ効果が確認できる(図表3-1)。同様に、原油高による景気への悪影響もモデルから示されるが、円安メリットはこれを上回る可能性がある。ただし、製造拠点の海外移転、高付加価値化などで円安メリットはかつてに比べて縮小しており、輸入や海外資産取得などにおける購買力低下というデメリットが相対的に大きくなっている(図表3-2)。また、円安が長期化すれば、生産性が低い企業が延命し、長期の成長力が損なわれるほか、為替の急変動は不確実性により投資などを阻害する。

図表3-1 マクロモデルにおける円安・原油高の効果



(備考) 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」により日本政策投資銀行作成

図表3-2 円安の日本経済への影響

短期	企業	- 海外資産収益が円建てで増加 - 輸出収益の増加(現地価格維持) - 輸出数量の増加(現地価格引き下げ)
	家計	- 輸入コスト増加(転嫁できず収益圧迫) - 輸入数量の減少(コスト高で需要減) - 海外資産の取得時に不利
+		
長期化		生産性の低い輸出企業延命
急変動		不確実性により投資など抑制

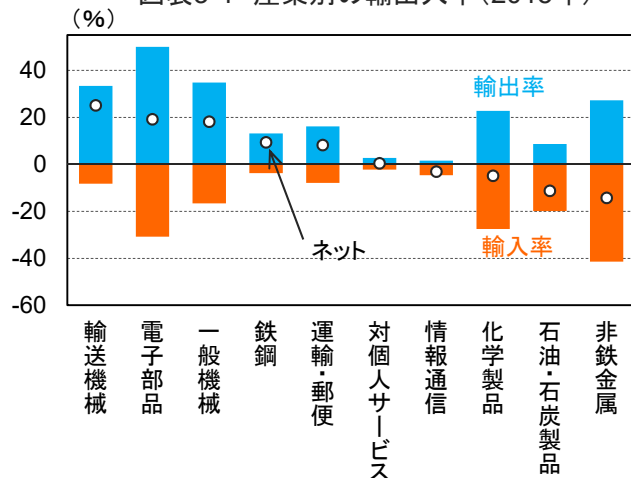
(備考) 1. 日本政策投資銀行作成 2. 〇はメリット、△はデメリット

図表3-3 為替と経常利益



(備考) 1. 日本銀行、Datastream
2. 想定為替レートは全規模全産業、前年度3月調査
3. 経常利益の21、22年度は22年3月時点の計画

図表3-4 産業別の輸出入率(2015年)



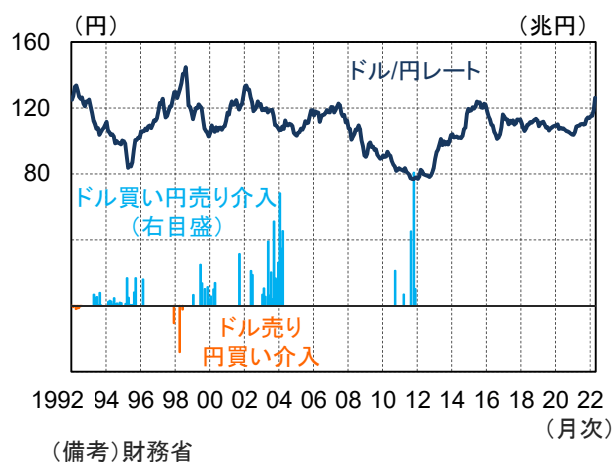
(備考) 1. 総務省 2. 国内生産額(中間投入含む)に対する割合

4. 政府の単独介入の効果は限定的、日銀の政策修正も容易でない

為替の急変動に歯止めをかける方法の1つに為替介入がある。過去の日本では、主に円高に歯止めをかけるために円売り介入が行われてきたが、長期的な方向転換にはつながらなかった(図表4-1)。市場では、98年以來の円買い介入も意識される。ただし、介入成功には協調介入が必要とされ、インフレ抑制につながるドル高を望む米国をはじめとする主要先進国の賛同は得がたいとの指摘は少なくない。

また、円安の主因が金利差にあることから、日銀が政策修正を行えば、円安に歯止めがかかる可能性がある。黒田総裁は4月に急速な円安のデメリットに言及する形で口先介入を行ったが円安は止まらなかった。今後は政策枠組みを維持しつつ、長期金利の変動許容幅拡大などで金利差を埋める可能性も指摘される(図表4-2)。ただし、金融政策は本来為替を目的としないほか、デフレ脱却を掲げる日銀の信頼性を損ねる可能性もある。日銀は、5月会合で緩和を続ける方針を改めて示し、為替は1ドル=130円を超えて円安が進行した。現在は、早期に政策修正を行う可能性は低下したとみられている。

図表4-1 為替介入実績



5. 円安の早期収束は見込みづらい

今後のドル円レートは、米国金利の上昇余地の有無が焦点となる。米国において、インフレのピークアウトや市場での利上げの織り込み完了により中長期金利の上昇が一服すれば、円安に歯止めがかかるとの見方は多い。ただし、4~6月期には、米国の利上げが市場に十分に織り込まれてピークを付けるとの見方がある一方、23年以降のFRBの利上げ完了まで収束しないとの指摘もある。いずれにせよ、識者の間では、円安が早期に収束するという見方は多くない。

円安進行が止まったとしても、金利差に基づく円安圧力は残り、120円台以上の円安が続く予想が多くなっている。また、長期的には、90円前後のPPPに回帰する形で円高に転じることが考えられるが、そのタイミングや、そもそも従来通りにPPPとの相関が維持されるか、金利差以外の為替変動要因の台頭を含めて論点となる可能性も考えられよう。

図表4-2 日銀の政策修正の選択肢

選択肢	内容
口先介入 (実施済)	「急激な変動は望ましくない」鈴木財相(3/22) 「円安のマイナス面も考慮」黒田総裁(4/18)
フォワード ガイダンス 修正	「現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移」 → 「下回る」を削除
金利変動 許容幅拡大	➢ 0±0.25%の幅を±0.5%などに拡大 ➢ 操作対象を10年から5年へ変更 ただし、「変動幅拡大は設備投資に悪影響」
マイナス 金利解除	約6年間にわたるマイナス金利政策の終了 (許容幅拡大より明確な利上げ路線)

難易度高 ↓

(備考)日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp