



2022年8月1日

## 円安とインフレ

京都橘大学 国際英語学部教授  
公益財団法人 国際通貨研究所  
客員研究員 佐久間 浩司

### 今の円安はいずれ調整が入る

円安が止まらない。昨年まではほぼ1ドル=110円近傍であり、しかも振れは小さく安定していた。それが今年3月ごろから急変して今や130円台後半である。まれにみる円の急落とっていい。

主因は、米国のインフレが急速に進んだことである。もともとコロナ禍で生産活動が低水準にあったところに需要の強い回復が起こった。そこに、ロシアのウクライナ侵攻にともなうエネルギーや食糧価格の高騰が加わった。こうして米国の消費者物価上昇率は5月には8.5%という1980年代以来の高水準となった。

しかし、この高いインフレ率が、中長期的なトレンドとして定着するとみているエコノミストは必ずしも多くない。確かにポストコロナの米国の消費回復は想定外に強かった。さらにロシアのウクライナ侵攻は全く予想しなかった。これらが合わさって起きた8%台というインフレの瞬間風速は、想定外の高さだと言える。しかし、これらのインフレ要因に、来年も同じ変化率を起こすようなスパイラル的な要素は弱い。エネルギー価格の高止まりがあったとしても、インフレ圧力は徐々に剥落するとみる方が自然だろう。そうなれば、今の円安圧力も幾分和らぐ。日銀が世界的な利上げに出遅れているからといって、慌てる必要はない。

円安が長く続くものでないことは、購買力平価の観点からも説明できる。各国の景気格差が生まれたときの為替相場の動きは、典型的には次のような順番で起こる。まず景気回復が先行する国のインフレ率が上がる。今の状況でいえば米国である。FRBはインフレを抑えるべく利上げを実施する。金利差に敏感な投資資金が海外から米国に流入し、米ドル相場は上昇する。逆に日本のように金融緩和を続ける国の通貨は下落する。

次に、市場参加者の間で、金利差は新規材料としての魅力を失っていく。そうなると、市場参加者の意識は、金利差の背後にあるインフレ格差の方に移っていく。インフレとは通貨価値の下落に他ならないので、当然ながら外貨に対しても価値が下がっていく。つまり相対的に高いインフレ率の通貨の為替相場は下落するのだ。この購買力平価の考

え方は、単なる理論ではなく、中長期的には為替相場はこの理論通りに動くことが多い。こちらへの注目が高まったところで為替相場には調整が起こる。行き過ぎた円安はやがて調整されるだろうということである。調整が起こるのに数年かかることがあるが、いずれにせよそうなる。<sup>1</sup>

### しかし調整なく一層の円安という可能性も

しかし、それと逆のことが起こる可能性もゼロではない。ジョン・メナード・ケインズは、政府が紙幣を刷ることで「累積的に大災厄めいたインフレ」が第一次大戦後のドイツや東欧で起きたことを指摘し、これは「英米などで体験されている限定的で上下変動するインフレとは別物」と言っている（「お金の改革論」ジョン・メナード・ケインズ著 山形浩生訳、講談社学術文庫「 」は訳文のまま引用）。つまりインフレは、景気循環の中で需給の変化によって発生するものと、お金の発行者が社会の信頼を逸脱した増刷を始めることで発生するものの二つがあるというのだ。

日本は、国内の需要が冷えすぎてしまい、景気循環の中で生まれるインフレというのは、どうやっても起こりそうにない。一方で、通貨発行者は異次元の通貨供給を実施している。日銀の国債保有残高は今年3月末時点で516兆円である。全発行残高の48%を占め最大の国債保有者である。新発10年債に限れば9割を保有している。デフレ状態からインフレ状態に経済を持っていくために始めた金融緩和であるが、日銀が購入してくれることも手伝って政府の債務の規模はGDP比で戦前の水準を超えている。そこに財政の持続性への不安を全く感じない者がいるだろうか。今さら歳出カットと歳入増強だけで返し切れる額ではない。ある程度大きなインフレの力を借りざるを得ないだろう。

インフレは、始まりは何であれ、人々の心理が絡んでエスカレートする。1ドル139円とか140円というのは、誰の目にも分かる強烈なシグナルとして、円の対外価値の急落を物語っている。それを見た日本人の心の中で、円安と財政への不安が結びつかないと誰が言いきれよう。ケインズの言う「累積的に大災厄めいたインフレ」への恐れが広まれば、本当にそれが起きてしまうかもしれない。そうなれば、購買力平価の観点から、今の円安は方向的に正しいということになる。調整が起こるどころか一層の円安に向かいかねない。そして通貨安とインフレのスパイラルが起こるかもしれない。

社会全体としてある程度の混乱は避けられないだろう。しかし若い世代は過度に悲観しないでほしい。若者の強みは、自分に備わった知力と体力を使って「今」稼ぐ力である。仮に高めのインフレになっても、毎年インフレが進む世界で自分の所得も膨らんでいく。一方で古い世代が積み上げた政府債務は実質的に目減りしていくのである。悪いことばかりではない。

---

<sup>1</sup> 実質金利という概念を使えば、金利差とインフレ格差の要因をひとつにまとめて説明することはできないが、実際の為替相場との相関性は決して良いわけではないので、金利とインフレを分けて説明している。

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>