

2022年9月1日

## 円安放置が招く円の続落と信任低下リスク

高千穂大学 商学部准教授  
公益財団法人 国際通貨研究所  
客員研究員 内田 稔

7月末時点におけるドル円相場はIIMA算出の購買力平価（企業物価指数ベース）に比べ、約56%もドル高円安方向へと乖離しており、これは過去最大である。名目実効為替レート（以下すべてBISのNarrowベース）でみた円の減価率も直近高値（2020年3月）から約20%に達した。これは、ユーロ圏がギリシャなどの政府債務問題で揺れた間に記録したユーロの下げ幅に匹敵する。円安が急激に進んだことから、その反動で自律的な円の反転を期待する声もある。しかし、円安の背景を整理すると一段安となる可能性も否定はできない。以下で円安が進んだ背景を整理し、その含意を検討する。

はじめに、円安の一因にドル高が挙げられる。ドルの名目実効為替レートは19年ぶりの高値圏まで上昇しており、これが相対的にみた他通貨の減価を招いた。41年ぶりの高いインフレに見舞われている米国では、その封じ込めが最優先の課題であり、米連邦準備制度理事会の果敢な金融引き締めスタンスがドル高期待を強めている。しかし、年初来の対ドルの値動きを比較すると主要通貨<sup>1</sup>の中で円の下落率が最も大きい。この為、円安には日本独自の通貨安要因も作用したとみるのが妥当だ。

その点、日本では今年に入り、貿易収支が赤字に転落し、インフレも高進している。国際的なエネルギー価格の高騰が過去最大規模の貿易赤字と30年ぶりの高インフレを招いている<sup>2</sup>。貿易赤字の拡大は実需の円売りを、インフレ高進も予想実質金利（＝名目金利－インフレ期待）の低下を通じ、それぞれ円安に作用する。ロシアとウクライナの戦争は長期化する様相を強めている。今後の世界的な需要にもよるが、エネルギー価格の高止まりが続くとみられ、日本の貿易赤字は定着しそうだ。また、消費者物価指数との相関が高い企業向けサービス価格指数も30年ぶりの高い伸びを示した。企業間では積極的な値上げが続いており、それが小売価格にも波及する公算が大きい。日銀が「総合的な検証」で示した通り、日本では足もとの物価動向に左右される「適切な期待形成」がインフレ期待に強く働きかける。家計や企業、市場のインフレ期待は今後も高ま

<sup>1</sup> 豪ドル、ニュージーランドドル、日本円、スイスフラン、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナ、ユーロ、英ポンド、加ドル

<sup>2</sup> 消費税の税率引き上げの影響を除いた場合の生鮮食品を除いたベース

りやすく、実質金利の低下が円の減価を招く構図も続く見通しだ。

資源の純輸入国であれば、程度の差こそあれ、貿易収支の悪化とインフレの高進は、共通している。このことから、異常な円安を招いた要因に、日本の金融政策も挙げられる。インフレが進む中でも、日銀は異次元緩和の継続方針を堅持しており、市場参加者の円安期待を強めている。投機筋の円売りを通じた自己実現的な円安を招いていると考えられる。ただ、内閣府のマクロ経済モデルによれば、円安は輸出と設備投資の増加をもたらす。この為、円安が日本経済にとってプラスであるとする政府および日銀の見解も揺らぎそうにない。2023年4月8日には日銀総裁の任期を迎えるが、マクロ的な需要不足が解消されない限り、表面的なインフレが進んでも異次元緩和が続く見込みだ。

もっとも、このまま緩和を続けても需給ギャップの解消に伴うデフレ脱却は見通せない。それは、当初期待されたデフレ脱却メカニズムが機能していないからだ。そもそも、異次元緩和の導入にあたっては、①中銀（日銀）によるインフレターゲットの設定、②その達成に向けた日銀の強いコミット、③潤沢なマネタリーベースの供給、④インフレ期待の上昇による実質金利の低下、⑤円高の是正、⑥輸出と設備投資の回復、を経てデフレを脱すると期待された。しかし、円高が是正されたばかりか、大幅な円安が進んだものの、輸出の数量は伸び悩んでおり、寧ろ減少した品目も多い。

この背景に、2010年代に進んだ生産拠点の海外移転が挙げられる。日本の製造業は、為替相場変動リスクへの耐性強化を念頭に海外投資を活発化した。また、生産、販売、アフターサービスを現地で完結させるオペレーションも浸透し、電力の安定供給に対する不安も海外移転を後押しした。特に、中堅以下の企業では生産拠点の海外シフトに合わせ、国内生産拠点の縮小や閉鎖に踏み切ったケースも多い。円安による輸出の増加が見込みにくい以上、円安がいつまでもプラスの効果を発揮し続けるわけではない。

日本国債に対する市場の信任を示すクレジット・デフォルト・スワップ市場の спреッドは低位で安定しており、これまでの円安が「日本売り」を示唆しているわけではない。しかし、デフレ脱却の為なら通貨安を厭わない日本の姿勢がいずれ円の信認低下を招く恐れも否定できない。例えば、IMF（国際通貨基金）によれば、世界の外貨準備に占める円の比率は2020年末の約6.0%から今年の3月末にかけて約5.4%まで低下し、その穴を埋めるかのように人民元の比率が約2.3%から約2.9%へ上昇した<sup>3</sup>。人民元は未だに多くの資本規制を残しているが、両者の差が狭まりつつある事実も軽視すべきではない。事実、各国中銀のリザーブマネージャーからみれば、中国人民銀行が金融政策の目的に通貨価値の安定を掲げている点も評価されているのかも知れない<sup>4</sup>。本当の意味での物価の安定には、本来であれば対外的な物価の尺度でもある為替相場の安定が欠かせないはずだ。日本もそろそろ円安への危機感を強める必要があるのではないか。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

<sup>3</sup> Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves の Allocated Reserves より引用

<sup>4</sup> The objective of the monetary policy is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth.

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、宜しくお願ひ申し上げます。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>