

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

日本経済の長期低迷・国力低下と円安の今後

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- 本稿では円安と日本経済の長期低迷や国力低下との関連性を整理した。最近の大幅な円安は、底流に産業競争力の低下を一因とした長期トレンド要因による緩やかな円安圧力があるが、FRBの大幅な利上げと利上げが出来ない日銀という構図によるところが大きい。
- 潜在成長率や中立金利が低く、公的債務残高の高さなど、経済の長期低迷から日本が金利を大幅に引き上げられないという事実は、過去約30年の世界的な低インフレ・低金利により覆い隠されて来た。しかし、ロシアのウクライナ侵攻を機に、世界的なインフレ率・金利の上昇リスクが強く意識され始め、内外金利差の大幅な拡大見通しが、急速な円安に反映されて来た。
- 今後世界のインフレ率や金利がどの水準で落ち着くかはまだ不透明だが、仮に過去数十年より相応に高い水準に定着し、日本が依然として大きく金利を引き上げられない状況が続けば、市場の円に対する先行き期待にも構造的に影響を与え、長期トレンド要因もより円安方向へシフト・定着する可能性が高まろう。

<本文>

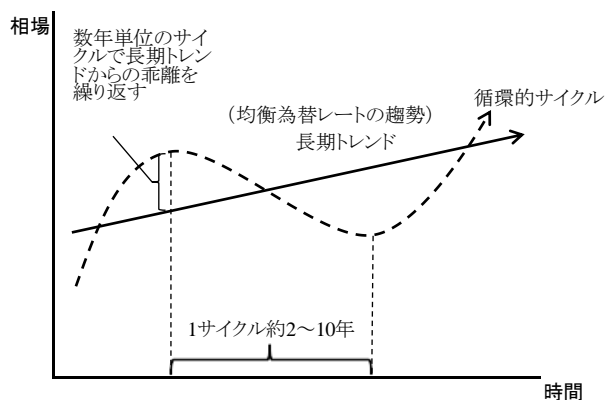
1. 円安の長期トレンド要因とサイクル要因

最近の大幅な円安を受けて、日本経済の長期低迷と円安を関連付ける議論を目にする

機会が多くなった。例えば産業の競争力低下や多額の公的債務残高、あるいは人口減少問題など様々な視点が採り上げられている。

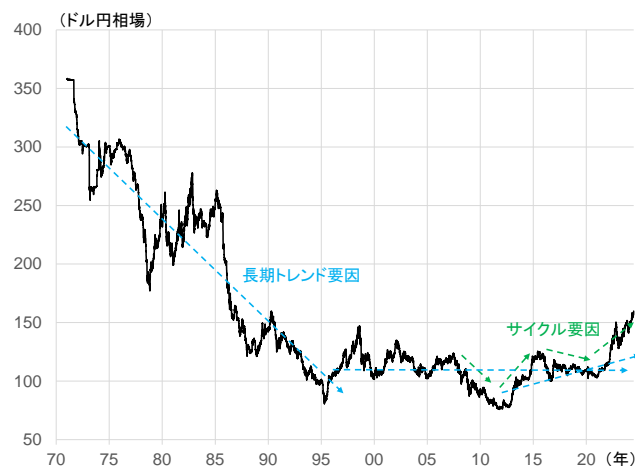
この点、2024年5月1日付国際通貨研レポート「今回の円安を大局的にどう考えるべきか?～インフレ・競争力低下・変動相場制から考える大幅な円安の評価～」¹では、今回の大幅な円安について、長期トレンド要因と循環的サイクル要因という為替レートの変動構造に沿って整理した(第1図)。簡単に振り返ると、まず今回の円安の底流には、輸出産業を中心とした産業競争力の低下をその重要な一因とする、長期トレンド要因による円安圧力がある。もっとも、この長期円安トレンドは、主に日本の海外に対する相対的なディスインフレによる円の実質実効為替レートの長期下落傾向に反映されており、名目の円相場下落トレンドはごく緩やかなものであった(第2図)。これに対し、サイクル要因は2022年以降のFRBなどの利上げによる内外金利差の拡大に伴う急激な円安であり、これがここ数年の大幅な円安を主に形成していることを指摘した。さらに①1980年代初頭の第二次オイルショック以来の世界的なインフレ圧力がこうした主要中銀による利上げを急激かつ大幅なものとしたこと、②米経済独り勝ちによるドル高、そして③日銀による異例の金融緩和政策、がサイクルの増幅要因となり、ドル円相場が34年ぶりとなるドル高円安水準に至った背景とした。

第1図：為替レート変動の構造



(資料)筆者作成

第2図：ドル円相場と長期トレンド要因・サイクル要因



(資料)Bloombergより筆者作成

こうした整理に基づく、日本経済の長期低迷と円安の関連性は、まず長期トレンド要因の観点からは、産業競争力の低下がごく緩やかな円安圧力に結び付いている可能性

¹ [2024年5月1日付国際通貨研レポート「今回の円安を大局的にどう考えるべきか?～インフレ・競争力低下・変動相場制から考える大幅な円安の評価～」](#)

がある。一方、今回の大幅な円安の主因であるサイクル要因については、FRBによる大幅な利上げなど、主に外部要因の変化に基づくものであるかにもみえる。もっとも、以下本稿でみて行くように、日本経済の長期低迷や国力低下も、サイクル要因による円安と関連があると考えられる。

2. ロシアのウクライナ侵攻を切っ掛けに大幅な円安がスタート

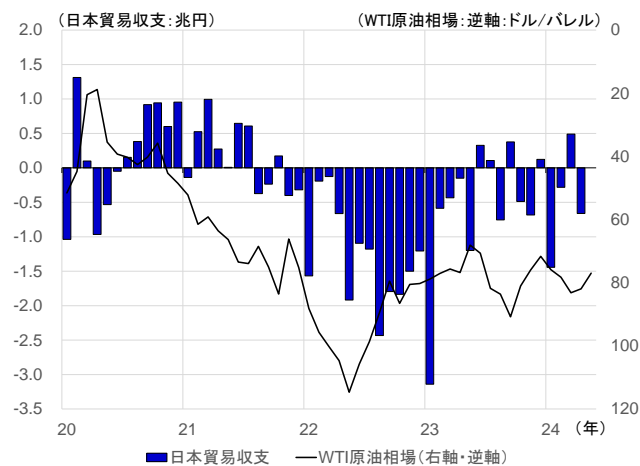
過去 20 年程度を振り返ると、ドル円相場は、2002 年 1 月に高値 135 円 15 銭をつけた後は、世界金融危機前の 2007 年 6 月につけた 124 円 14 銭や、2013 年 4 月の日銀による量的・質的金融緩和開始後の 2015 年 6 月につけた 125 円 86 銭などが、各サイクルにおける最高値となって来た（第 3 図）。ドル円相場は既に 2021 年初からドル高円安方向へのサイクルが開始されていたが、2022 年 3 月からドル高円安のペースが一気に加速すると、翌 4 月には約 20 年にわたり上限になっていたこの 125 円近辺の節目の価格帯をついに上抜けており、その直前である同年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻開始がその切っ掛けになった可能性が濃厚だ。その後同年 10 月には早くも 150 円台へ到達したのは周知の通りだ。

第 3 図：2000 年以降のドル円相場



(資料) Bloomberg BGN

第 4 図：WTI 原油相場(各月末)と日本の貿易収支



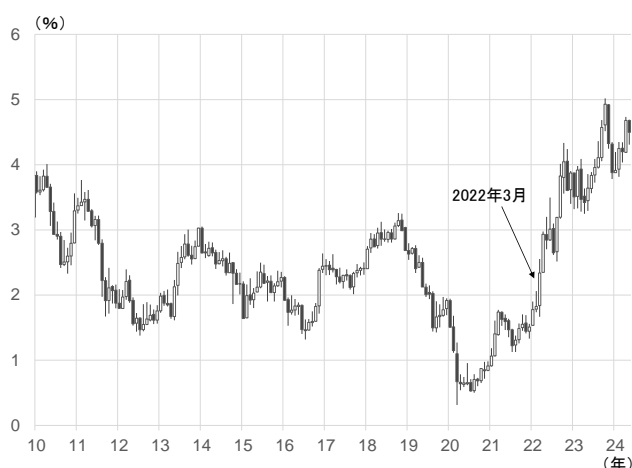
(資料) 財務省、Bloomberg

まず当時は欧州が経済制裁のためロシアからの天然ガスの輸入の制限を決定するなど、世界のエネルギー需給構造が大きく影響を受ける事態が懸念されていた。2011 年の福島第一原子力発電所事故以来さらに高まっていた日本経済の輸入化石燃料への依存度の高さが嫌気され、円が売られた可能性も否定できないだろう。もっとも、WTI 原油相場は 2022 年前半に直近ピークをつけて下落しており、日本の貿易赤字も 2023 年初に

かけて大幅に拡大した後、以降は減少傾向に転じている（第4図）。それでも2023年以降も円安傾向が根強く続いていたことから、やはり円安は世界的なインフレ圧力の高まりを背景とした内外金利差要因の影響が大きいと考えられる。

2022年初時点で、米国の消費者物価上昇率（総合）はコロナ後の供給サイドの逼迫から既に前年比+7%台へ達しており、当時FRBによる2022年3月の利上げ開始も事前に市場で織り込み済みであった。しかし、ロシアのウクライナ侵攻によるさらなるインフレショックへの懸念もあり、2022年3月の実際のFRBによる利上げ開始直前から、米金利は急上昇を開始した（第5図）。それによる米日金利差の急拡大に沿って、ドル円相場の急上昇も概ね同じタイミングで始まっている（第6図）。

第5図：米10年金利



(資料) Bloomberg

第6図：ドル円相場と日米10年金利差



(資料) Bloomberg

3. 日本経済の長期低迷がサイクル要因に基づく円安につながる理由

FRBの利上げ開始に合わせる形で主要国中銀もその前後で利上げに転じていたが、当時日銀だけはまだマイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール（YCC）政策を行っていた。実際の金利差拡大に加え、先行きも日銀は主要国の利上げには追随して来ないだろうとの思惑からも、特に円に売り圧力が集中して行ったと考えられる。同時に、YCC政策を解除しても、日本のファンダメンタルズに鑑みれば、日銀はFRBなどの利上げペースにはどの道ついて来られないとの見方もあった可能性は否定できない。

つまり日本は、将来不安から消費や国内投資のモメンタムが弱く（＝乗数効果が低い）、生産性の伸び悩みや人口減少もあって潜在成長率は相対的に低く、中立金利もそれに合わせて低くなることから、そもそも利上げ余地は限られると見られ易い。ある程度GDPギャップが改善できたとしても、いわゆるデフレのノルムからインフレ率の上昇に結び

付き難い可能性もある。また、巨額の公的債務残高への目配りからも急速な利上げは考え難い。こうした日本経済の長期低迷や国力低下により、日本経済が実は金利を一定以上までしか引き上げられない状態にあるという事実は、過去約 30 年の世界的なインフレ率と金利水準の低位安定により主要国との金利差が一定以上拡大しなかったことから、覆い隠されて来た。しかし、ロシアによるウクライナ侵攻という世界史的なイベントによって、今後世界的なインフレ率と金利の上昇のリスクが強く意識され始め、為替市場では大幅な円安圧力に結び付いて来た可能性がある。つまりこうした日本経済の長期低迷や国力低下は、サイクル要因の観点からも今回の大幅な円安の背景になっていると整理できよう。

4. 長期トレンド要因にも影響が及ぶか？

現時点では世界のインフレ率や長期金利・政策金利がどの程度従来より乖離した水準で長期的に落ち着くかはまだ不透明だ。当面 FRB の金融政策は利下げのタイミングを窺う局面にあり、最終的にどういったペースでどこまで利下げを行い得るかが、今後サイクル要因がどこまでドル安円高要因として作用するかを大きく左右しよう。

この点、前掲の国際通貨研レポートでは、2022 年以降の急速な円安について、基本的にサイクル的変動要因（及びその増幅要因）によるものと整理しつつ、世界的なインフレ圧力などを背景に、円に対する市場の構造的な先行き期待が円安方向へシフトして、長期トレンドが円安方向へ変化した結果と見えなくもないと述べた。今後仮にインフレ率が過去数十年よりも相応に高い水準に定着する時代が到来し、主要国の長期金利も従来より高止まりすることになる一方、日本が依然として大きく金利を引き上げられない状況が続けば、市場の円に対する先行き期待にも構造的に影響を与え、ドル円相場のサイクル的変動の中心、つまり長期トレンド要因もこれまでより円安方向へシフト・定着する可能性が高まろう。

以上

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おります。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 2024 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

〒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

e-mail: admin@iima.or.jp

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