

# 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

2025 年 12 月 23 日

## 購買力平価からの乖離がもたらす物価変動圧力について ～円安影響の累積が 2026 年も物価を押し上げる公算～

公益財団法人 国際通貨研究所 経済調査部長 チーフエコノミスト

高山 真 [shin\\_takayama@iima.or.jp](mailto:shin_takayama@iima.or.jp)

法政大学 経済学部 教授

小黒 一正 [k-oguro@hosei.ac.jp](mailto:k-oguro@hosei.ac.jp)

### 1. 主要先進国通貨の動向

#### (1) 対ドル相場およびドルの名目実効為替相場

足下、円の対ドル相場は大きく下落した水準で推移している。2010 年代末以降、円は 1 ドル 110 円を挟んだ比較的狭いレンジでの取引が続いてきたが、2022 年初から大幅な円安が進行し、2024 年 7 月には 161 円台後半と 1986 年以来の水準まで下落した（第 1 図）。その後、140 円近辺まで持ち直す場面も見られたが、足元では 150 円台後半と再び 160 円台を伺う展開となっている。現在のところ、日本の実質金利はマイナスで、米国はプラスであり、2025 年 12 月 19 日に日銀が利上げを決定したが、日本の実質金利がマイナスである状況は変わっておらず、円安圧力が低下する気配はない。その他の主要先進国通貨に目を転じると、ユーロおよびポンドは 2022 年後半にかけてドルに対して大きく値を下げた後、反発し、第 2 次トランプ政権が発足した 2025 年初以降さらに上昇した。カナダドルは 2021 年以降、ドルに対して緩やかな下落傾向にあるが、2010 年代後半からのレンジ内の推移に止まっており、円ほどの大幅下落には至っていない。

2025 年初から 11 月末までの各通貨の対ドル変化率をみると、円が 1.0%の上昇とほぼ「行って来い」の状態であるのに対し、ユーロは 10.7%、ポンドは 5.4%と大きく上昇している（第 2 図）。この間、ドルの名目実効為替相場（対先進国通貨）が 7.0%下落していることを踏まえると、円の弱さとユーロの強さが際立つ。なおドル相場は、2025

年はトランプ政権の政策に起因する不透明感から下落したものの、より長いスパンで見ると 2010 年代初頭からの上昇トレンドは崩れておらず、中期的な強含み傾向を維持していると評価される（第 3 図）。

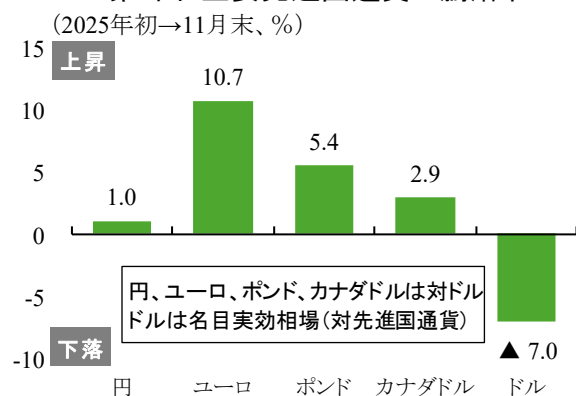
第1図：主要先進国通貨の対ドル相場



（注）ユーロ、ポンドの対ドル相場は両通貨の1単位に対するドルの値で表記されるのが通例だが、ここでは比較の便宜のため円の表記に揃えている。

（資料）Refinitivより国際通貨研究所作成

第2図：主要先進国通貨の騰落率



（資料）Refinitiv、FRB統計より国際通貨研究所作成

第3図：ドル名目実効相場（対先進国通貨）

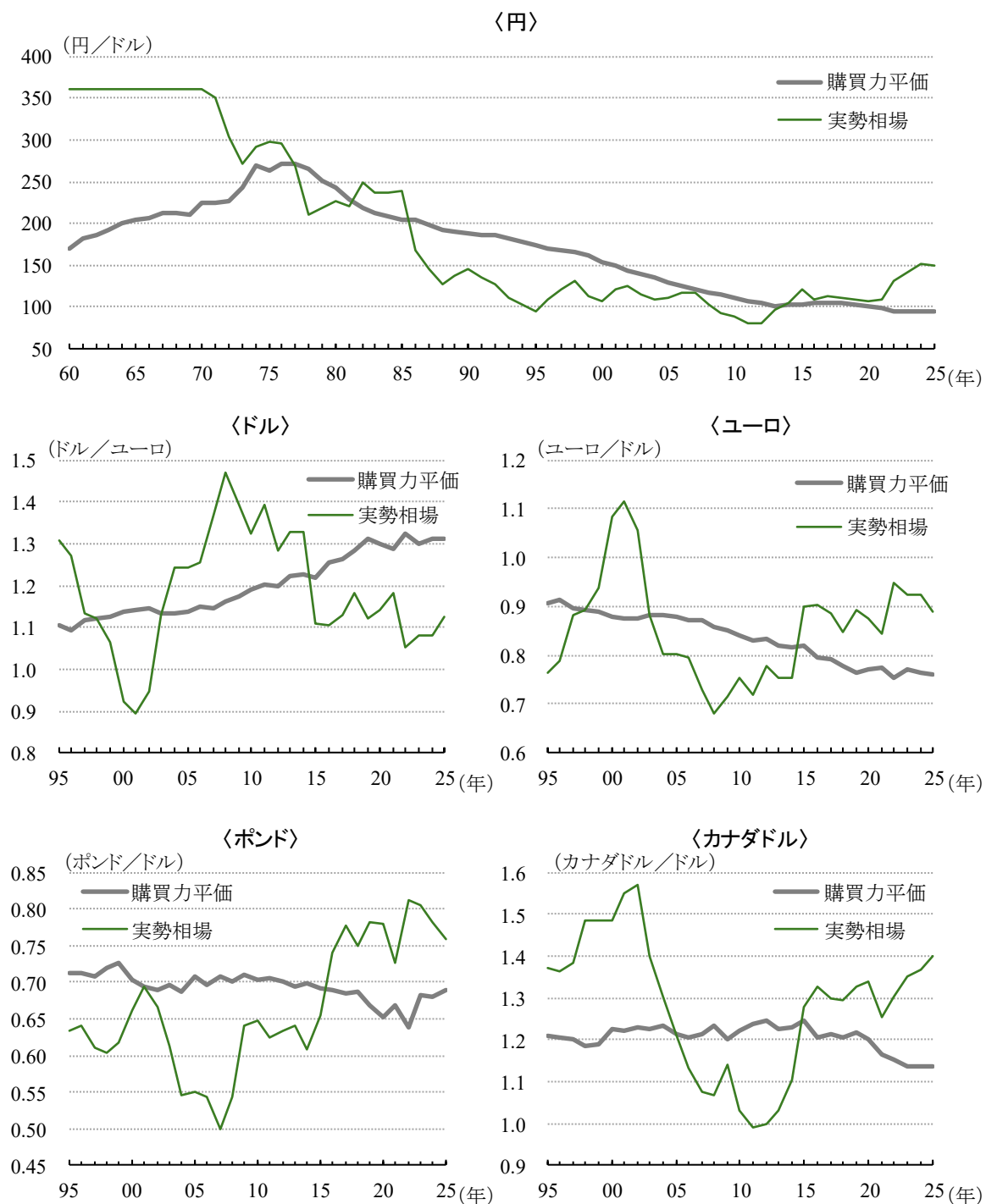


（資料）FRB統計より国際通貨研究所作成

## (2) 購買力平価からの乖離率

購買力平価（PPP）を長期的な参照指標の一つとみなすと、購買力平価と比較して、円の対ドル実勢相場は円安方向に大きく乖離している（第4図）。

第4図：主要先進国通貨の購買力平価と実勢相場

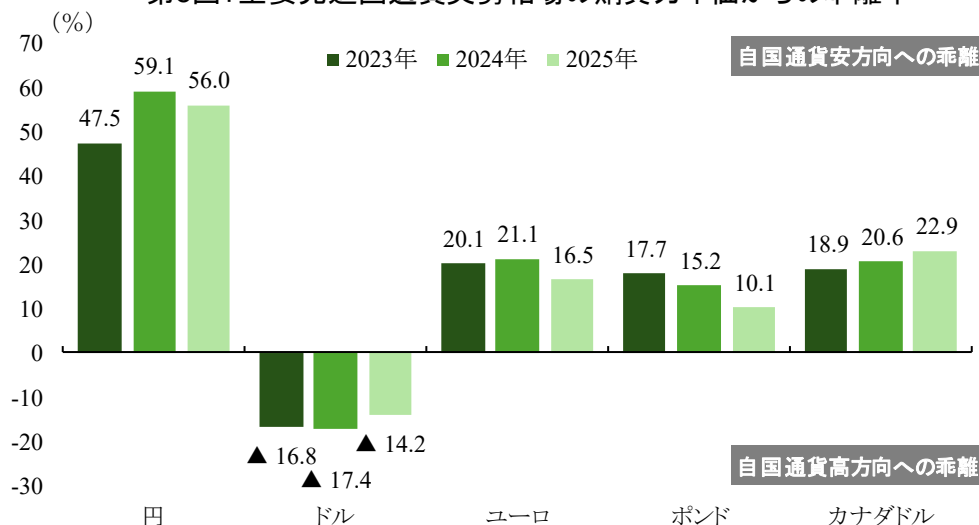


(注) 2025年の購買力平価は物価で延長したもの、実勢相場は1～11月の平均値。

(資料) OECD統計、Refinitivより国際通貨研究所作成

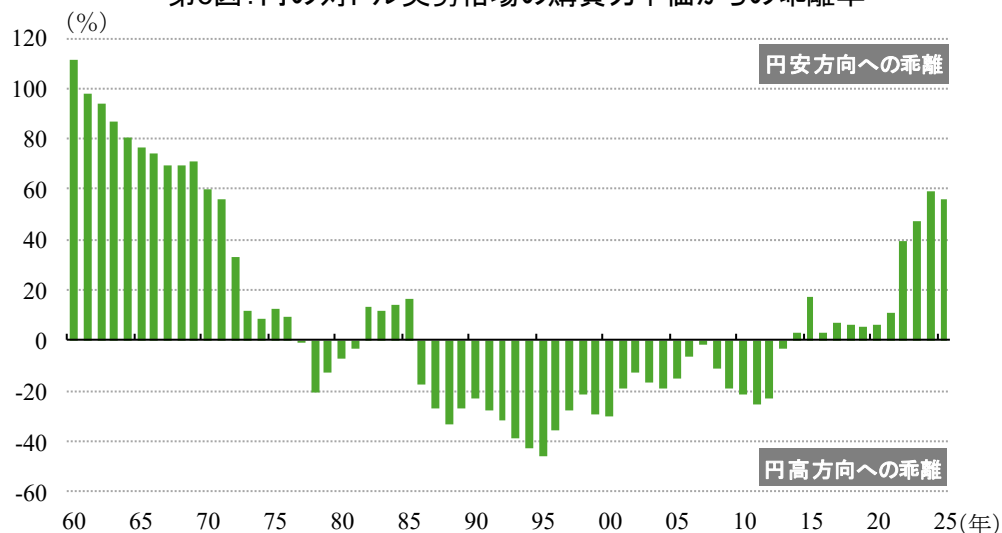
近年におけるドルの上昇継続の結果、ユーロ、ポンド、カナダドルの実勢相場も購買力平価と比較して自国通貨安の水準にあるが、円の乖離率(=(実勢相場－購買力平価)÷購買力平価)が突出して大きい(第5図)。歴史的にみても、円の実勢相場の購買力平価からの乖離率が6割近くに達するのは、固定相場制だった1970年代初頭以来のことである(第6図)。

第5図: 主要先進国通貨実勢相場の購買力平価からの乖離率



(注) 乖離率=(実勢相場－購買力平価)÷購買力平価  
 2025年の購買力平価は物価で延長したもの、実勢相場は1～11月の平均値。  
 (資料) OECD統計、Refinitivより国際通貨研究所作成

第6図: 円の対ドル実勢相場の購買力平価からの乖離率



(注) 乖離率=(実勢相場－購買力平価)÷購買力平価  
 2025年の購買力平価は物価で延長したもの、実勢相場は1～11月の平均値。  
 (資料) OECD統計、Refinitivより国際通貨研究所作成

## 2. 購買力平価と実勢相場の収斂

購買力平価と実勢相場の関係については、短期的には両者は一致しない一方、長期の時間軸では実勢相場は大きく変動しながらも購買力平価のトレンドに沿って推移するはずであり、購買力平価は実勢相場の長期的な水準についてある程度有用な指標となりうるとされている（佐藤 [2025]）。もっとも、バラッサ＝サミュエルソン理論（Balassa [1964]、Samuelson [1964]）が示すように、両者の乖離は「非貿易財（サービス等）の相対価格の違い」から生じる可能性があり、実際のデータでは、購買力平価と実勢相場には乖離が存在するケースが多い。この点について Rogoff [1996] は、長期データ（100 年超）またはクロスカントリーのパネルデータを用いた複数の実証研究を取り上げ、①購買力平価と実勢相場が長期的には一致する可能性、および②両者の収斂速度は遅く半減期は 3～5 年程度であることがコンセンサスとなる可能性を指摘している。

その際、両者の収斂速度が遅い現象を Rogoff [1996] は「PPP パズル」と呼んだが、Obstfeld and Taylor [1997] や Perron and Vogelsang [1992]、Imbs et al. [2005] 等は、その要因として、(A)輸送コスト等の摩擦、(B)構造変化の可能性、(C)各財の均衡への収束速度の相違、等が影響を及ぼしている可能性を指摘する。このうち、現在の日本の実勢相場が購買力平価から大きく乖離している主な要因が(B)であるなら、その検証を行うことも重要である。

なお、購買力平価と実勢相場の収斂過程については、①実勢相場が変動することで購買力平価に収斂、②購買力平価が変動することで実勢相場に収斂、③両者がともに変動することで収斂、の 3 パターンに整理される（小黑 [2025]）。

足下で大幅な乖離がみられる、円の対ドル実勢相場と購買力平価の先行きの収斂パターンに関しては、日本の製造業の競争力低下を要因として①のパターンとなる可能性は低いとの見方がある（長谷川・唐鎌 [2024]）。前出、小黑 [2025] も日本経済の競争力低下や経常収支・貿易収支の構造的な変化に鑑み、①は考えにくいとしている。②または③のパターンを辿る場合、日本のインフレ率が米国を上回って推移する必要があり、それをもたらす要因の一つとして為替相場が大幅な減価状態にあることを通じた輸入インフレ圧力が想定される。

## 3. 為替相場変動の国内物価へのパススルーに関する先行研究

為替相場の増価/減価は、輸入物価の低下/上昇を通じて国内物価に影響すること（パススルー）が確認されている一方、パススルー率（為替変動の国内物価への転嫁度合い）は限定的であることも指摘されている。後者は、購買力平価と実勢相場の収斂に相当の

期間を要することと整合的と考えられる。

Gagnon and Ihrig [2004] は、先進国 20 カ国（サンプル期間は 1971～2003 年）を対象とした時系列回帰分析により、長期のパススルー率を 0.23（1%の通貨安で消費者物価が 0.23%上昇）と推計している。パススルー率の低さについては、物価安定に向けた中央銀行の強固なコミットメントによってインフレ期待がアンカーされていることが要因であり（Taylor [2002]）、2000 年代にかけて、その傾向はより明確になったとされる（Mishkin [2007]）。前出の Gagnon and Ihrig [2004] では、サンプル期間を主に 1980 年代初頭で区切り前期と後期に分けた分析も行っており、パススルー率が前期の 0.16 から後期は 0.05 に低下したことや、インフレターゲット導入国でパススルー率の低下幅が大きかったことを確認している。

パススルー率をパネル分析から推計した最近の研究としては、Carrière-Swallow et al.[2023]と Deutsche Bundesbank[2025]がある。前者は、先進国および新興国 46 カ国を対象とし、各国通貨の対ドル相場の 1%の下落が 1 年後に各国の CPI を 0.16%、コア CPI を 0.08%押し上げると推計している。うち、先進国の 1 年後のパススルーは CPI が 0.08%、コア CPI が 0.05%、同じく新興国は CPI が 0.30%、コア CPI が 0.13%となっている。後者は OECD 加盟国を対象とし、各国通貨の名目実効相場の 1%の下落が 1 年後に各国の CPI を 0.14%押し上げると推計している。

#### 4. 購買力平価と実勢相場の乖離が国内物価に与える影響

パススルーに関する先行研究は、為替相場の変動率と国内物価の関係を扱ったものが中心である。本稿では、購買力平価と実勢相場との乖離（以下、PPP ギャップ）と国内物価の関係に着目していることから以下の分析を行った。

##### (1) パネルベクトル自己回帰（VAR）モデルによる分析

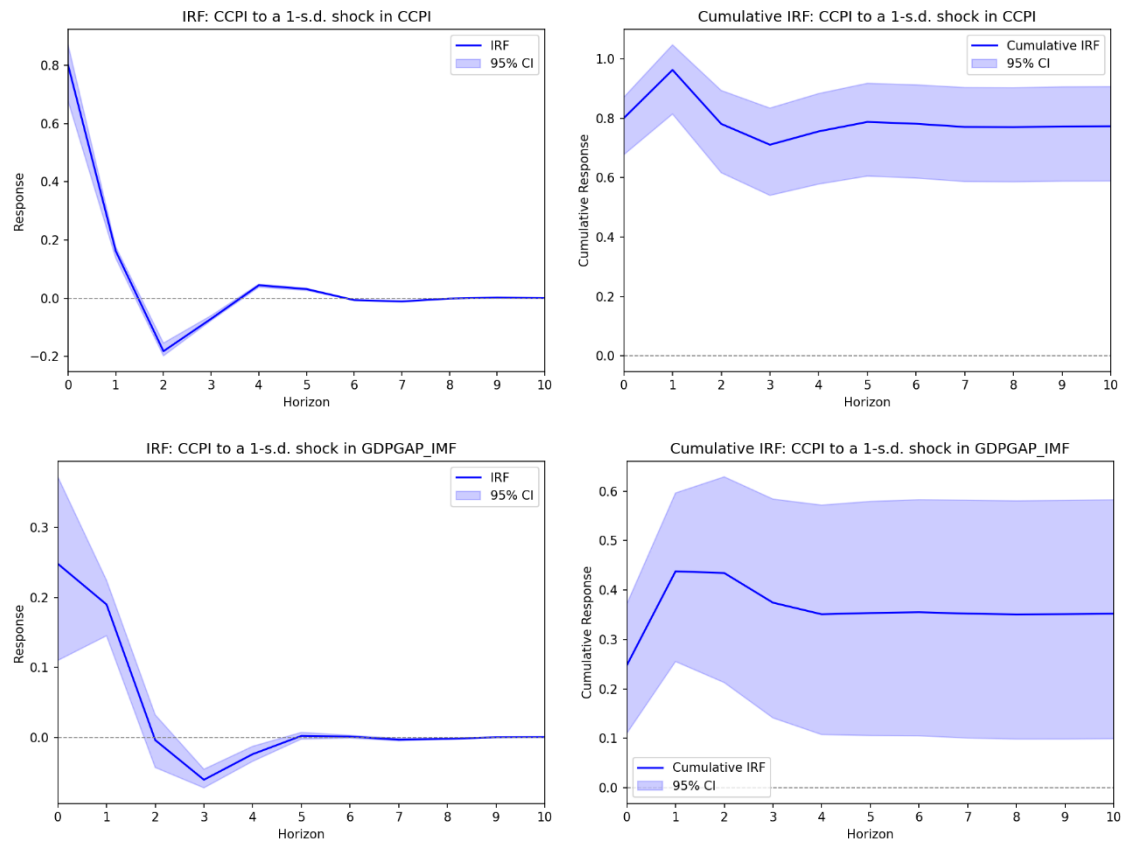
日本・米国・ユーロ圏・英国・カナダの 5 カ国・地域のデータを用いたパネルベクトル自己回帰（VAR）モデルにより、下記の回帰式を推定した（ラグ数は 1）。変数には、食品およびエネルギーを除く消費者物価（コア CPI、前年比）、PPP ギャップ（分数階差（補論参照）、GDP ギャップ、平均賃金（前年比）、WTI 原油価格（前年比）の年次データを用い、サンプル期間は、サンプル数確保のため国・地域毎に異なる非バランスパネルデータとした（Appendix 参照）。

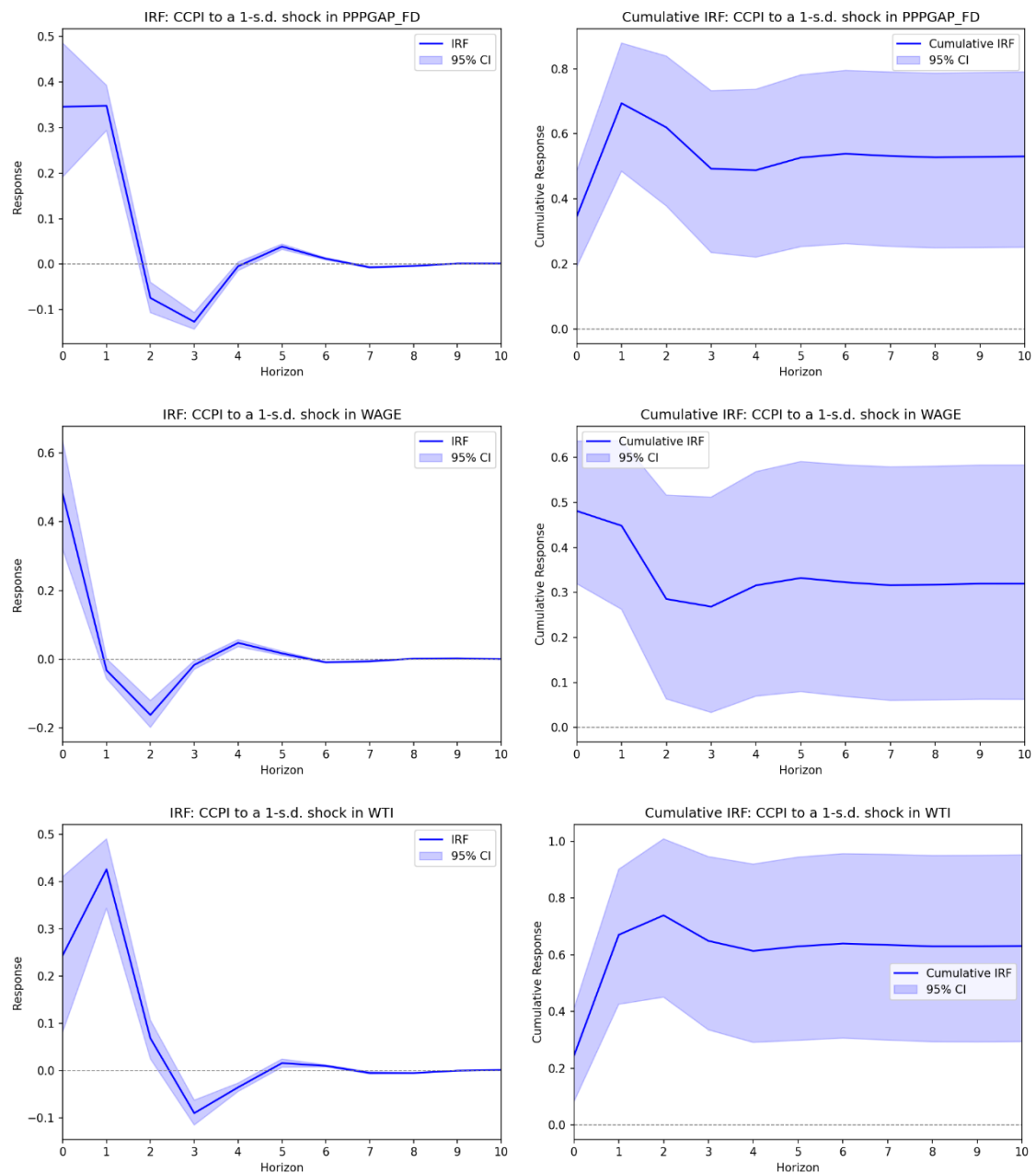
$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^p B_j Y_{i,t-j} + u_{i,t}$$

$Y$ : 変数ベクトル	$t$ : 時点の添え字
$\alpha$ : 固定効果	$j$ : ラグの添え字
$B$ : 係数行列	$p$ : ラグ数
$i$ : 国・地域の添え字	$u$ : 誤差項

第 7 図は、上記から推計されたコア CPI のインパルス応答である。これらのうち、PPP ギャップショックに対するコア CPI の累積反応をみると、PPP ギャップの 1 標準偏差 (8.94%) の上昇に対して、コア CPI は当期 (第 0 期) に 0.35%ポイント、翌期 (第 1 期) に 0.69%ポイント押し上げられた後、第 5 期以降の押し上げ幅はおよそ 0.53%ポイントで横ばいとなる。

第 7 図:コア CPI のインパルス応答



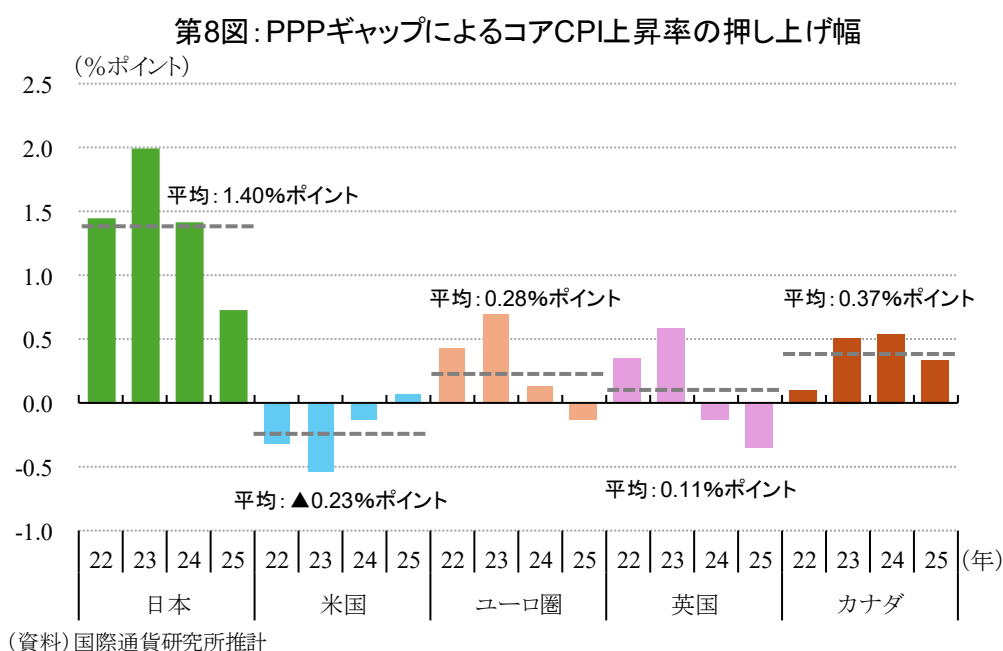


(注) 変数の表記～コア CPI:CCPI、GDP ギャップ:GDPGAP\_IMF、PPP ギャップ:PPPGAP\_FD、平均賃金:WAGE、WTI 原油価格:WTI

(資料) 国際通貨研究所推計

## (2) 為替要因による国内物価への影響試算

前述したように、円の PPP ギャップは円安方向への大幅な乖離が生じている。そのため、世界的にインフレが高進した 2022 年以降の各国のコア CPI 上昇率に対する PPP ギャップの寄与度をみると、日本は平均 1.40%ポイントと欧米諸国を大きく上回っている(第 8 図)。



加えて比較のため、前出の Carrière-Swallow et al.[2023]と Deutsche Bundesbank[2025]の推計結果から同期間におけるパススルーによる物価への影響も試算した（表）。サンプル等が異なるため一概には言えないが、対ドル相場および名目実効相場でも円の下落率が突出しているため、為替要因による物価押し上げ幅は日本が欧米諸国を上回っている。

表：為替要因による物価押し上げ幅(2022～2025 年の平均値)

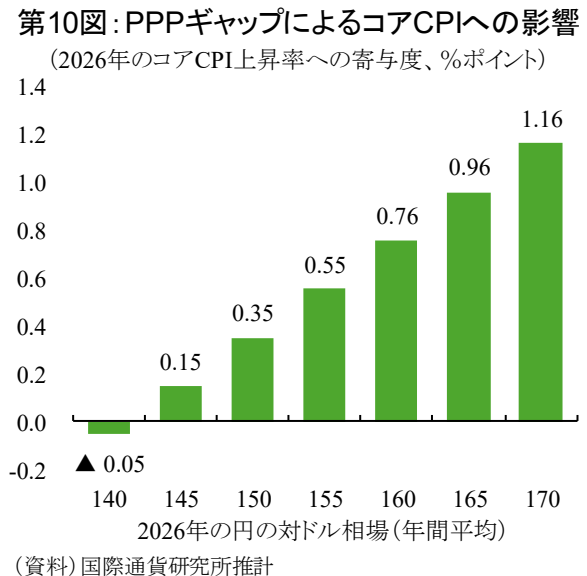
			(ポイント)				
変数			対象国地域				
	為替変数	物価変数	日本	米国	ユーロ圏	英国	カナダ
本稿	PPP ギャップ	コア CPI	1.40	▲0.23	0.28	0.11	0.37
Carrière-Swallow et al.[2023]	対ドル相場	CPI	0.74	—	0.12	0.02	0.05
		コア CPI	0.46	—	0.08	0.02	0.03
Deutsche Bundesbank[2025]	名目実効相場	CPI	1.04	▲0.32	0.00	▲0.19	▲0.02

(資料) 表記の論文等より国際通貨研究所作成

また、足元の円の対ドル相場は1 ドル 150 円台後半と 2025 年 1～11 月の平均より円安で推移するなど、円の弱含みが続いている（第 9 図）。2026 年通年の平均が 1 ドル 155 円となった場合、PPP ギャップ要因によって日本のコア CPI 上昇率<sup>1</sup>は 0.55%ポイント

<sup>1</sup> 日本の消費者物価では、生鮮食品を除く総合を「コア CPI」とするが、本稿ではパネル VAR 分析で用いた、食品およびエネルギーを除く総合（いわゆる「欧米型コア」）をコア CPI とする。

押し上げられると試算される（第 10 図）。また、さらに円安が進み、通年の平均が 1 ドル 160 円となった場合の押し上げ幅は 0.76%ポイントに拡大する。



## まとめ

我が国のインフレ率は、消費者物価ベースで前年比 3%前後の高い伸びが続いている。米価高騰を始めとする国内要因も一因だが、2022 年以降の大幅な円安による輸入インフレが物価を大きく押し上げている。足下の為替相場では、日銀が利上げ方向、FRB が利下げ方向に金融政策の舵を取り、日米金利差の縮小が見込まれるなかでも円安ドル高傾向に転換の動きがみられないという、一般的な市場の経験則から外れた展開が続く。その要因としては、米国景気・株価の底堅さ等に加え、日本の財政の持続可能性に対する警戒感も指摘される。

そうしたなか、12 月 16 日に成立した 2025 年度補正予算は一般会計総額で 18.3 兆円（減税を含めた経済対策規模は 21.3 兆円）と 2024 年度の 13.9 兆円を上回る規模となった。うち 8.9 兆円が食品・光熱費・子育て等の物価対策に充てられ、ガソリンの暫定税率の 2025 年 12 月 31 日廃止も決まっているが、拡張的な財政政策に市場が警戒を強めて円が売られ、補正予算による物価対策効果が減殺される可能性には留意が必要である。インフレ高進を抑制し、実質所得・賃金の増加を伴う持続的な成長に繋げるためにも、財政規律の維持が求められる。

以上

[参考文献]

- Balassa, Bela (1964) “The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal” *Journal of Political Economy*, 72(6): 584-596, The University of Chicago Press
- Carrière-Swallow, Yan, Melih Firat, Davide Furceri, and Daniel Jiménez (2023), “State-dependent exchange rate pass-through”, *International Monetary Fund Working Paper WP/23/86*, International Monetary Fund
- Deutsche Bundesbank (2025), “The impact of exchange rate changes on domestic prices in times of high inflation”, *Monthly Report - September 2025* vol. 77(9): 21-52, Deutsche Bundesbank
- Gagnon, Joseph E. and Jane Ihrig (2024), “Monetary policy and exchange rate pass-through”, *International Journal of Finance & Economics*, vol. 9(4): 315-338, John Wiley & Sons, Ltd.
- Imbs, Jean, Haroon Mumtaz, Morten O. Ravn, and Hélène Rey (2005) “PPP Strikes Back: Aggregation and the Real Exchange Rate”, *The Quarterly Journal of Economics* 120, no. 1 (2005): 1-43, Oxford University Press
- Mishkin, Frederic S. (2008), “Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy”, Speech at the Norges bank conference on monetary policy, Oslo, Norway, March 7th, 2008
- Obstfeld, Maurice and Alan M. Taylor (1997), “Nonlinear Aspects of Goods-Market Arbitrage and Adjustment: Heckscher's Commodity Points Revisited”, *Center for International and Development Economics Research (CIDER) Working Papers C97-088*, University of California at Berkeley
- Perron, Pierre and Timothy J. Vogelsang (1992), “Nonstationarity and Level Shifts with an Application to Purchasing Power Parity”, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 10, No. 3, 1992: 301-320, Taylor & Francis
- Rogoff, Kenneth (1996), “The purchasing power parity puzzle”, *Journal of Economic Literature*, vol. 34, No. 2 (Jun., 1996): 647-668, American Economic Association
- Samuelson, Paul (1964) “Theoretical notes on Trade Problems” *Review of Economic and Statistics*, 46(2): 145-154, MIT Press
- Taylor, John B. (2000), “Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms”, *European Economic Review*, vol. 44(7): 1389-1408, Elsevier
- 小黒一正 (2025) 「購買力平価と市場為替レート、乖離率は歴史的水準、インフレ念頭に政策立案を」、週刊ダイヤモンド 2025 年 4 月 19 日号: p.12、ダイヤモンド社
- 佐藤清隆 (2025) 「購買力平価で測る円安の適正度」、週刊エコノミスト 2025 年 4 月 15 日号: p.48-49、毎日新聞出版
- 長谷川久悟、唐鎌大輔 (2024) 「ドル/円相場と購買力平価の乖離に関する理論的解釈」、通貨ニュース・日本 (2024 年 4 月 18 日)、みずほ銀行

## Appendix

### 1. 基本統計量

		平均値	標準偏差	最大値	最小値
日本 期間: 1985-2024 年 観測数: 40	コア CPI(前年比、%)	0.59	1.15	2.72	-1.21
	PPP ギャップ(%)	-10.94	23.46	59.15	-46.02
	GDP ギャップ(%)	-0.09	1.7	3.65	-4.48
	平均賃金(前年比、%)	0.81	1.89	4.68	-4.84
米国 期間: 1996-2024 年 観測数: 29	コア CPI(前年比、%)	2.39	1.00	6.15	0.96
	PPP ギャップ(%)	-1.04	13.72	26.45	-21.51
	GDP ギャップ(%)	0.17	1.58	3.34	-3.25
	平均賃金(前年比、%)	3.34	1.10	6.40	1.48
ユーロ圏 期間: 2005-2024 年 観測数: 20	コア CPI(前年比、%)	1.63	1.06	4.95	0.69
	PPP ギャップ(%)	1.73	14.25	25.81	-20.91
	GDP ギャップ(%)	-0.86	1.85	2.72	-5.27
	平均賃金(前年比、%)	2.63	1.15	5.16	1.05
英国 期間: 1993-2024 年 観測数: 32	コア CPI(前年比、%)	2.05	1.17	5.86	0.08
	PPP ギャップ(%)	-4.17	14.03	27.10	-29.52
	GDP ギャップ(%)	-0.88	1.71	2.63	-4.40
	平均賃金(前年比、%)	3.66	1.79	6.97	-1.02
カナダ 期間: 1985-2024 年 観測数: 40	コア CPI(前年比、%)	2.42	1.44	6.23	0.14
	PPP ギャップ(%)	5.39	13.17	27.74	-20.21
	GDP ギャップ(%)	0.00	1.38	2.90	-3.36
	平均賃金(前年比、%)	2.64	2.12	7.29	-5.10
WTI 原油価格 (前年比、%)	期間: 1985-2024 年 観測数: 40	5.96	26.61	73.31	-47.79

(資料) IMF、OECD 統計、Refinitiv より国際通貨研究所作成

### 2. IPS 検定

	コア CPI (前年比、%)	PPP ギャップ (%)	GDP ギャップ (%)	平均賃金 (前年比、%)	WTI 原油価格 (前年比、%)
IPS 統計量	-4.36	0.852	-5.04	-2.13	-10.50
(P 値)	(0.00)	(1.61)	(0.00)	(0.03)	(0.00)

### (補論) 分数次差分を用いた PPP ギャップの定常化

本稿では PPP ギャップの定常化のため分数次差分を用いた。一般に定常化には 1 次の整数次差分を用いることが多いが、削除される情報が大きいことが短所である。分数次差分を用いることによって、削除される情報量を最低限に抑えながら変数の定常化が可能となる。

分数次差分は、バックシフトオペレーター  $B$  を使い、下記の二項級数展開で定義される ( $k$  は 0 以上の整数、指数  $d$  は実数)。

$$\begin{aligned}(1-B)^d &= \sum_{k=0}^{\infty} \binom{d}{k} (-B)^k \\ &= 1 - dB + \frac{d(d-1)}{2!} B^2 - \frac{d(d-1)(d-3)}{3!} B^3 + \dots\end{aligned}$$

上式より、分数次差分の係数 (ウェイト)  $\omega$  は次のように表される。

$$\omega = \left[ 1, -d, \frac{d(d-1)}{2!}, \frac{d(d-1)(d-3)}{3!}, \dots, (-1)^k \prod_{i=0}^{k-1} \frac{d-i}{k!}, \dots \right]$$

本稿では、PPP ギャップの単位根が有意水準 5% で棄却されるまでグリッドサーチを行い、指数  $d$  を 0.64 とした。

#### [参考文献]

Walasek, R., Gajda, J. (2021), “Fractional differentiation and its use in machine learning”, International Journal of Advances in Engineering Sciences and Applied Mathematics vol.13: 270-277, Springer

ロペス・デ・プラド, マルコス (2019)、「ファイナンス機械学習」大和アセットマネジメント訳、金融財政事情研究会 (原著 “Advances in Financial Machine Learning”)

Copyright 2025 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](mailto:admin@iima.or.jp)

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

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。