

# 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

2026年4月27日

## 実質実効為替レートで考える円相場反転の条件

### — 近年の円安の背景に鑑みて —

高千穂大学 商学部教授  
国際通貨研究所 客員研究員  
内田 稔

米国とイランの開戦後、円安が加速し、対米ドルでは2年ぶりに160円台まで下落した。当局による円買い為替介入への警戒から続落こそ免れているが、円安のしわ寄せはその分、他通貨へと向かっている。実際、4月に入り、円はユーロやスイスフランに対してそれぞれ史上最安値を更新した。対象通貨を広げると円相場の低迷ぶりは一目瞭然だ。国内外のインフレ率の格差も勘案して指数化した円の実質実効為替レートは、2月末現在で変動相場制移行後の最安値を更新している（図表1）。本稿ではREERが最高値を記録した1995年4月以降に焦点を当て、円安の背景と円相場の反転に必要と考えられる条件を考察する。

2020年 = 100

図表1：円の実質実効為替レート（REER）



## 1. 1995年以降の REER の概況

1995年まで総じて円高傾向が続いた背景として、貿易黒字といった日本側の要因に加え、独マルクなどと並び、円がドル安の受け皿となったことも挙げられる。1990年代に入り、米国の双子の赤字が注目され、基軸通貨の信任が揺らいだ。加えて、日米貿易摩擦が激化する中、貿易収支不均衡の是正を狙い、米国自身もドル安を容認（または誘導）するとの思惑が市場では燻っていた。1995年4月、円は対ドルで当時としては史上最高値となる79円75銭まで上昇し、REERも最高値を記録した。

一方、その1995年4月をピークに円相場は反落した。同じその4月にワシントンで開催されたG7声明では、ドル安を念頭に「懸念」が表明された上、「秩序ある形で反転させること」やその為に各国が「為替市場において緊密な協力を継続すること」などが謳われた。これに呼応してドルが持ち直しに転じた上、同年9月には日銀が当時としては過去最低となる0.5%まで政策金利を引き下げた。対外金利差の拡大が円売りに拍車をかけた上、日本の不良債権問題への警戒から邦銀が外貨を調達する際に上乗せ金利（ジャパンプレミアム）を求められる事態に至り、円の先安観が強まった。円は対ドルで147円台を記録し、REERも大幅に下落した。こうした流れはアジア通貨危機やロシア危機および当時世界最大級と評された米系ヘッジファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の破綻などにより、一旦は終焉を迎えたが、2000年代に入ると円安が再燃した。日本の量的緩和がBRICsブームに象徴される世界的なリスク選好地合いの下で大規模な円キャリートレードを誘発したことが大きい。REERも下げ足を速めた。2008年の世界的な金融危機を経て、REERは一旦反発したものの、2013年4月以降、今度はいわゆる「異次元緩和」によって再び下落に転じた。2015年半ば以降、しばらくの間、持ち直す時期もみられたが、2020年5月を戻り高値に反落して現在に至っている。

## 2. REER 下落の背景

REERは名目実効為替レート（以下、NEER）と国内外のインフレ率格差の掛け算で定義される（式①）。

$$REER = NEER \times \frac{P_{dom}}{P_{for}} \quad \dots \text{式①} \quad (\text{ここで } P_{dom} \text{ は国内物価、} P_{for} \text{ は海外物価})$$

したがって REER の円安は、NEER の円安および/または海外と比較した日本の相対的な低インフレによって生じる。また、一方が円高方向に作用しても、他方の円安圧力がそれを上回れば、やはり REER は減価する。

BISはNEERも公表しているため、式①から内外のインフレ率の格差を求めることができる。1995年4月と2026年2月末の比較では、REERは約64.6%減価した。この間、NEERの下落率は約40.9%であり、REERの下落率との差分は内外の物価比、すなわち

日本の相対的な低インフレによる円安分を示す。ここで、式①の両辺の対数を取り、 $\ln(\text{REER}) = \ln(\text{NEER}) + \ln(P_{\text{dom}}/P_{\text{for}})$  の関係を用いてそれぞれの寄与率を求めると、REER の減価のうち NEER 要因が約 51%、インフレ率格差要因が約 49% となり、両者はほぼ拮抗していたことがわかる。

一方、2022 年以降、日本でも物価高が顕在化した。従って、ここ数年に限るとインフレ率格差要因による円安圧力は大きく後退したはずである。そこで REER が戻り高値を記録した 2020 年 5 月以降の下落局面に絞ると REER は 2026 年 2 月にかけて約 38.5% 減価している。そしてこの REER の減価に対する NEER (円安) と内外のインフレ格差 (海外 > 日本) の寄与率を求めると、それぞれ約 79%、約 21% となった。即ち、2020 年 5 月以降の REER の下落は主に NEER の円安によって説明される (図表 2)。

図表 2 : REER 下落に対する NEER とインフレ率格差の寄与率

	実質実効為替レート	寄与率	
		名目実効為替レートの円安要因	インフレ格差要因 (海外 > 日本)
1995年4月と2026年2月の比較	約64.6%の円安	約51%	約49%
2020年5月と2026年2月の比較	約38.5%の円安	約79%	約21%

(出所) BIS より筆者算出

この結果は、内外経済を取り巻く環境と整合的である。例えば、2020 年 5 月はコロナ禍にあたる。世界的にインフレ率が低下した結果、相対的な日本の低インフレの程度も和らいだと考えられる。反対にロシアがウクライナに軍事侵攻した 2022 年 2 月以降、一次産品価格の高騰にポストコロナを見据えた経済活動の正常化が相まって世界経済は一転してインフレに見舞われた。同時に日本でも輸入インフレが顕在化し、折からの人手不足を背景に賃上げが定着した。その結果、2022 年 4 月以降、4 年間にわたってインフレ率が 2% を上回り、相対的な低インフレによる円安圧力は大きく緩和したはずだ。

一方、2022 年以降、多くの中央銀行が引き締めへ舵を切った中、日銀は 2024 年 3 月までマイナス金利政策を続けるなど、金融緩和スタンスを維持した。その結果、政策金利からインフレ率を差し引いた日本の短期実質金利は大幅なマイナス圏に転落し、円が対米ドルで 160 円台まで下落するなど NEER が大幅に下落した。因みに、2022 年から 2023 年にかけて、原油相場の上昇による貿易赤字の急拡大を円安の一因に挙げる声もきかれた。しかし、貿易赤字は 2023 年以降、大幅に縮小したが、それでも NEER や REER が下落傾向を辿った。こうした実際の値動きに顧みて、この間の NEER および REER の下落には日銀の金融政策が影響したとみるのが妥当だ。

### 3. インフレ定着なら金融政策がより重要に

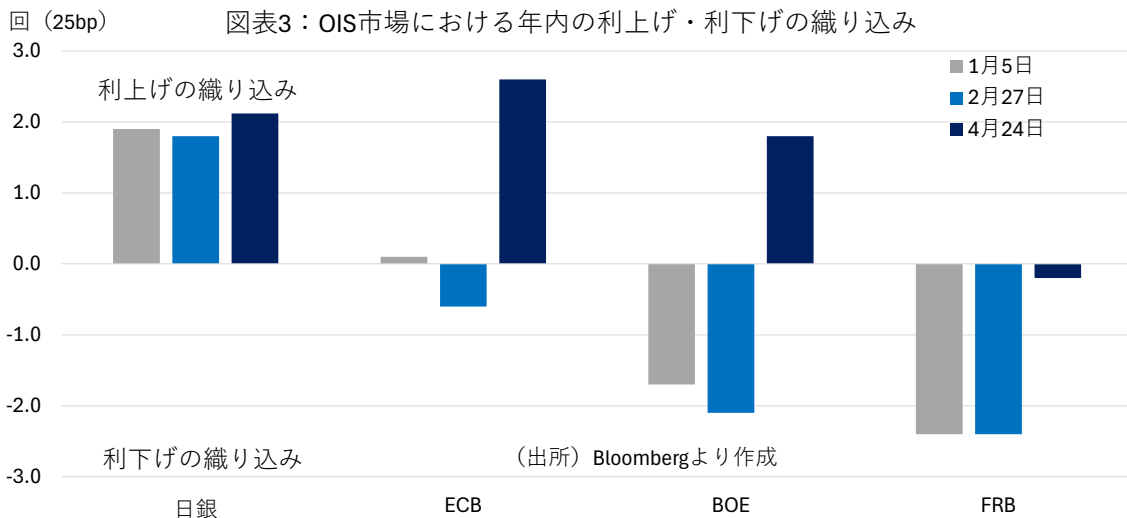
日本では人手不足が常態化するおそれが強く、一定の賃上げが定着する公算が大きい。需給ギャップも改善しており、賃金に由来するインフレである単位労働コスト、国内物価に由来するインフレを表す GDP デフレーターを見る限り、デフレを脱した可能性が高い。人件費の増加を価格に転嫁する傾向が見受けられるなど、企業の価格設定行動も大きく変化した。引き続きインフレ格差による円安圧力は和らぐと考えられる。それだけに REER の動向には、NEER の値動きが重要であり、日銀の金融政策の重みが一段と増していくだろう。その点、現在の日銀の基本スタンスは金融緩和度合いの調整、即ち利上げの継続である。眼下の中東情勢に照らせば、次の利上げ時期は見通しにくい、それでも利上げが進展するに連れ、短期実質金利のマイナス幅も縮小していくと考えられ、REER の底入れや持ち直しも期待できる。もっとも、日銀が利上げを続ける場合でも、実際に円安に歯止めがかかるかどうか、以下3つの理由から予断を許さない。

はじめに、一連の中東情勢を踏まえると日本でもインフレが再燃する公算が大きい。日銀の緩やかな利上げペースでは、短期の実質金利はマイナス圏にとどまろう。1月19日付「2026年の円相場の展望—3つの「金利」を切り口として—」で示した通り、2025年は主要な先進国の中で、日本の短期実質金利が最も上昇したがそれでも円安が進んだ。このことから、為替市場は実質金利の「変化」より「水準」に強く影響を受けている可能性が高い。

次に、海外の中銀の政策スタンスについても、市場の見方が大きく変化した。例えば、米国とイランの開戦前、ECB（欧州中央銀行）については年内、若干の利下げが織り込まれていたが、現在は約2回の利上げが織り込まれている。FRB（米連邦準備制度理事会）についても、年初来2回以上の利下げが期待されてきたが、そうした見方は大きく後退している（図表3）。為替相場は相対比較が重要であるだけに日銀が利上げをした場合でも、他の中銀のスタンスに対する市場の見方が大きく変化すれば円高圧力が削がれかねない。

最後は日銀の利上げがそもそも織り込み済みとなっている可能性が高い。日本のインフレ高進と日銀の緩和的なスタンスに照らし、市場では年始の時点で年内2回程度の利上げが既定路線となってきた（図表3）。この為、実際の利上げがこの範囲にとどまる限り、日銀が利上げに踏み切っても「織り込み済み」として消化され、円安を止める材料にはなりにくい。

以上を踏まえると REER（円相場）の反転には実際の利上げに加え、実質金利のマイナス幅を確実に縮小させていく政策スタンスの堅持とその明示的な情報発信が不可欠である。



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、すべてお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さ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 2026 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>