

たけなか・まさはる
56年生まれ。京都大
博士（経済学）。専門
は国際金融論、米
国経済



竹中正治 龍谷大学教授

円の実力をどうみるか ①

円安は行き過ぎ、揺り戻しも

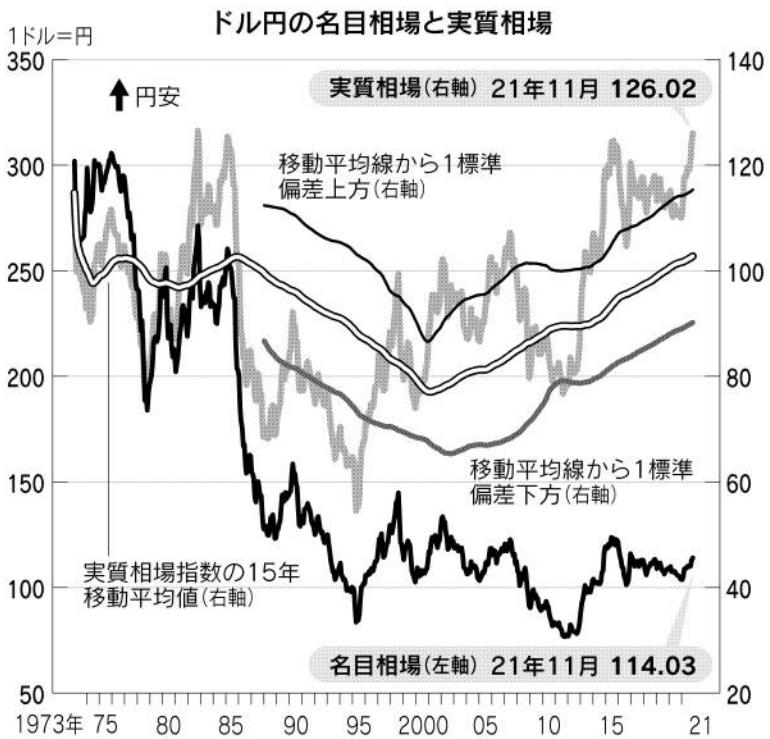
ポイント

- 交易条件の悪化は円安によるものでない
- 市場は米金利上昇見越し先回りで円売り
- 経常収支黒字の構造的な変化は円安要因

円安が交易条件を低下させるなら、円安（円高）↓の傾向が強かったからだ。だが90年代後半以降、売上の正の相関関係が検出されるはずだが、相関係数は0・22、説明度を示す決定係数は0・04と低い。実効円相場指数の変化で交易条件の変化を4%しか説明できないことを意味する。

「悪い円安論」が聞かれる。この種の見解には「円安は円換算の輸入資源価格を高騰させる」といった素朴なものから「円安が日本の交易条件を悪化させる」という経済学的な装いをまとったものである。筆者は、現下の円安は後述する観点から行き過ぎと判断している。だが今の円安が日本の交易条件を悪化させているという見解は根拠がないことをまず指摘したい。

交易条件の変化は、輸出財1単位から得られる輸入財の比率（輸出物価指数÷輸入物価指数）で計測される。円安で外貨建て輸入物価の円換算値は上昇するが、同時に外貨建て輸出物価の円換算値も上昇する限り、交易条件は変わらない。これを検証するのは簡単だ。1997年から2021年までの月次データで、交易条件の前年同月比の変化と実効円相場指数（名目）の前年同月比の変化を単回帰してみよう。実効円相場指数とは、複数の主要通貨に対する円相場を日本の貿易に占める比率で加重平均して算出される指数だ。



(注)実質相場指数=(名目相場/相対的購買力平価)×100。日本は企業物価指数、米国は生産者物価指数を基に筆者作成。相対的購買力平価は1973年が起点

購買力平価とは、2国間のインフレ率の格差で為替相場が決まると想定し算出された為替相場の理論値だ。通貨の価値は通貨1単位当たりの商品購買力で示される。高インフレとは通貨の購買力の低下だから、高インフレ通貨は低インフレ通貨に対して為替相場は下落すると考える原理だ。

名目相場が長期的には2国間のインフレ率を反映して推移する限り、名目相場は相対的購買力平価の示すトレンドからの乖離（かいり）と回帰を繰り返す。それは実質相場指数がそれ自体の長期の平均値から乖離と回帰を繰り返すことを意味する。長期の平均値をどのように設定するかが問題だが、筆者は便宜上15年移動平均値を使用している。

ドル円実質相場が長期平均値から円安方向に大幅乖離した局面は過去何度もあり、その時々には固有の要因が働いた。変動相場移行後に初めて円安方向に大きな乖離が起きたのは80年代前半だ。米国で高インフレ鎮静化のため、積極的な金融引き締め策が実施された結果、ドルの長短金利が急騰し日本の金利差が拡大した。日本の機関投資家の米国債投資が急拡大し、円安・ドル高を引き起こした。

高への揺り戻しが起きた。13～15年にかけては、アベノミクス下の量的・質的金融緩和が日本のインフレ率引き上げと円安を招くという期待から、円安が進んだ。だが異次元緩和から3年を経ても2%のインフレ目標が達成できないことから、16年には円が買い戻され急速な円高が進んだ。

では今回の円安の固有の要因は何だろうか。景気循環的な要因としては、米国の金融政策を巡り、今春以降には政策金利の引き上げが始まり、日米金利差が拡大するという見立てだ。今日の為替相場変動に関する標準的な理論は「金利平価理論」だ。この理論は2つの命題に分けられる。

第1の命題は2通貨の金利差が一定の下では、高金利通貨は低金利通貨に対し中長期的に金利差分だけ下落することだ。高金利通貨の国債に投資しても、中長期的には金利差分は為替の下落で相殺されてしまう。第2の命題は金利差が変化する際に、相対的に金利が上がる通貨が他方に対し上昇することだ。変化した新しい金利差の下で、再び命題1が繰り返される。ただし現実的为替相場の短期的な変動はそれほど金利差の変動通りには生じない。その理由は2つある。

大する頃には、既存持ち高の巻き戻しで相場は反対に動くことが少なくない。2つ目は金利平価理論の第2の命題に「市場参加者の為替相場に対する将来の期待値が変わらない限り」という前提があることだ。米国の現下のインフレ高進がドルの長期的な期待値を低下させる場合には、金利差の拡大分に見合うようにはドル相場は上がらない。

実際には、金利差の拡大に誘引されてドル高方向にオーバーシュート（行き過ぎ）した後に反落し、実質相場が長期の移動平均値に回帰するパターンが多い。以上を踏まえて筆者は今のドル高・円安は既にオーバーシュート局面にあり、いずれ円高への揺り戻しが起こると判断している。ただし以前ほど大幅な円高にはなりそうにない趨勢的な需給的要因も働いている。

一言で説明すると、日本企業の輸出から海外直接投資（現地生産）へのシフトが進んでいることだ。日本の経常収支黒字は19・8兆円（16～20年平均）と依然大きい。そのほとんどはかつてのように大半が円転換（円買い）される貿易黒字でなく、対外的な配当や利息の受け払い収支である第1次所得収支からなる。所得収支の半分を占める直接投資からの受取所得は高い比率で海外に再投資されており、経常的な外貨売り・円買いを細らせている。こうした趨勢的な円安方向への需給構造の変化に、ドル金利上昇という循環的な円安要因が加わっているのが、今の円安と考えられる。