

金融財政

ビジネス

Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2025

2025年(令和7年)
5月12日[月]
第11310号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 5.12

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	ピンピンコロリを目指そう 元大阪経済大学経済学部教授 熊倉修一	
解説	4	早急な実施が期待される「人事行政諮問会議最終提言」 —公務の危機を乗り越えるために— レオス・キャピタルワークス顧問 前川 守	
column 照一隅	10	自由貿易と安全保障 六連星	
デジタル教室講義	11	デジタル通貨とクレジットカードの融合 国立情報学研究所准教授 岡田仁志	
News Eye	12	第四北越・群馬銀、27年春に統合で基本合意 規模拡大で競争力強化	
探針(Probe)	13	選挙制度改革で政界再編 国民玉木氏、首相への道	
解説	14	超円安はいつまで続くか? 円安相場を引き起こした諸要因と円高への回帰 元龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
キーパーソン	18	セブン&アイ・ホールディングス	
書評	19	牧野知弘 著 「家を買えない 高齢化する住まい 商品化する暮らし」	
column スポーツサロン	20	サッカー日本代表「スーパーサブ」はあの男 スポーツジャーナリスト 二宮清純	

超円安はいつまで続くか？

円安相場を引き起こした諸要因と円高への回帰

2022年以降の大幅な円安・ドル高を引き起こした要因は、①インフレ格差②内外金利格差③国際収支上の円相場の経常的需給④対外投資動向の4要因に分けて説明できる。足元では円相場は対ドルで再び円高に揺れ戻している。今後1年間を展望すると、米国が景気後退に移行する可能性が強まっており、その場合には1ドル130円前後までの円高への回帰が起こりそうだ。米国トランプ政権が、米国の貿易赤字縮小のために円高を求める圧力をかければ波乱要因となる。

2国のインフレ率と為替相場の長期的関係

まず、外国為替相場の基礎的な理解から始めよう。外国為替相場の10年を超えるような長期的な変動要因としては2国のインフレ率の格差が大きな影響力を持っている。通貨の価値とは、その通貨1単位でどれだけの商品を買えるかが問題になる。これを通貨の購買力という。インフレ率（物価の上昇率）が高いということは、その通貨の購買力

の減価の度合いが大きいということに他ならない。例えば、ある国の平均インフレ率が年率10%だとすると、その通貨の購買力は年率10%で減価することを意味する。

従って、インフレ率の高い通貨の購買力は、インフレ率の低い通貨の購買力に対して相対的に減価し、長期的には高インフレ通貨は低インフレ通貨に対して為替相場が下落すると考えることができる。こうした2通貨のインフレ率の格差を反映して、

長期的には為替相場が決まると考える原理を「相対的購買力平価説」と呼んでいる。

この原理に基づいて計算された為替相場の理論値は「相対的購買力平価」(以下英語表記の purchasing power parity を略して PPP と記す)と呼ばれ、短期(1年未満)や中期(1年から数年)では市場相場に対する説明力はないが、10年を超えるような長期では市場相場の趨勢をかなり説明できる。

元龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 竹中 R & I 代表取締役。1979年 東京銀行(現三菱UFJ銀行)入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、2009年4月龍谷大学経済学部教授に就任。25年3月同大学同部教授を定年退職。経済学博士(京都大学)。

最新著作(共著)「今ならつくれる明日の安心、世代別新NISA、iDeCo徹底活用法」(日本経済新聞出版、23年10月)。

図表1には、ドル円の市場相場(黒い実線)、PPP(黒い破線)を示した。PPPを計算する際には、起点時点の為替相場が必要であり、この図では1973年を起点にしてある。また、インフレ率としては、日本は企業物価指数、米国は生産者物価指数を使用し、いずれも起点時点を100として計算している。

PPPの計算式は図表1の左下に記載した通りであり、例えば起点時点の為替相場が1ドル1300円であ

る場合、10年後に日本の物価指数が100から150になり、米国の物価指数は100から300になった場合、10年後のPPPは1ドル＝150円になる。つまり、日本に比べて相対的に高インフレの米ドルは、低インフレの日本円に対してPPPが下落してきた。

短期中期の相場変化を左右する金利格差の変化

図表1を見て分かる通り、市場のドル円相場はPPPから乖離と回帰を繰り返してきた。2022年以降は円安・ドル高方向に市場相場がPPPから大きく乖離した局面だ。この乖離度を示したのがグレーの縦棒であり、市場相場をPPPで割って1を引き、パーセントで表示してある。プラス（上）方向の乖離は円安・ドル高、マイナス（下）方向は円高・ドル安だ。

このグレーの縦棒が示す変化は、市場相場（名目相場）を日米のインフレ率で調整した「実質相場指数」と呼ばれるものと同じだ。実質相場指数は通常は市場相場をPPPで割り、100を掛けた値で表示される。図表1のグレーの縦棒は、市場相場のPPPで割って、さらに1を引く

ことで「市場相場のPPPからの乖離率（%）」として表示している点が違うだけである。

1ドル＝150円の相場は、1980年代前半の1ドル＝200円以上だった時代に比べると円高・ドル安だ。しかし、私たちが「1ドル＝150円を「非常に円安・ドル高」と感じ、日本人が米国に旅行すると「米国の物価は高い」と感じるのは、まさにインフレ率を調整した実質相場が円安・ドル高だからだ。

この市場相場のPPPからの乖離の度合いの変化は、日米間の金利格差の変化でかなり説明できる。内外（ここでは日米）の金利格差と為替相場の関係には、次の二つの傾向が認められる。

①金利格差が広がるときは、相対的に金利が上がる通貨の相場が上がる。金利格差が縮小、逆転するときはその逆である。

②金利差が一定の場合は、高金利通貨は低金利通貨に対して長期的には低下する。これは経済学の国際金融論で「金利平價原理」と呼ばれているものだ。

前者①は短期から中期の相場変動を説明する原理として有効だ。例えば

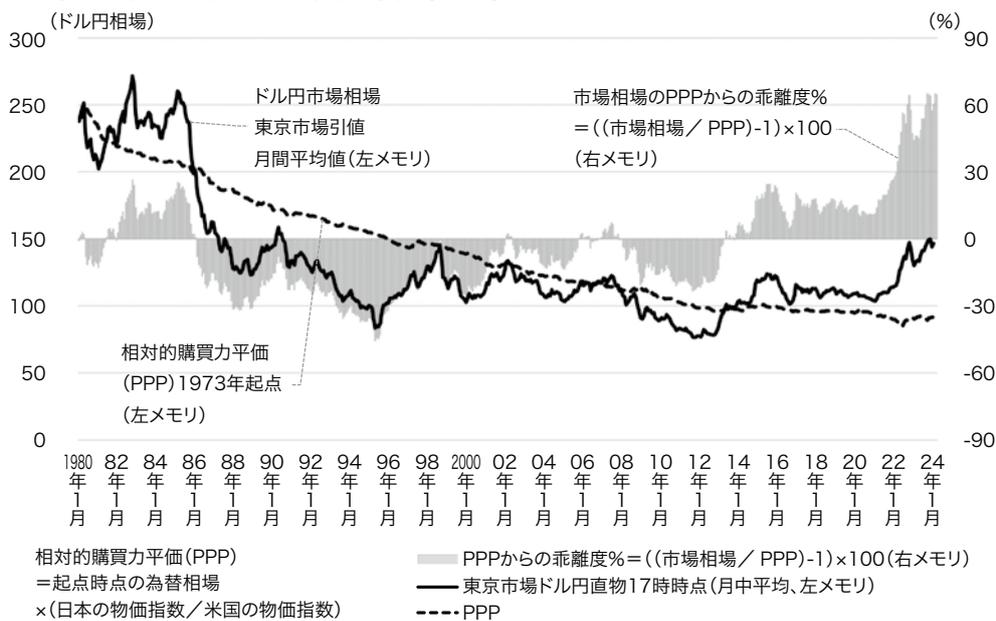
ば、ドル金利の上昇による日米金利格差の急激な拡大はまさに2022年以降起こったことだが、なぜそれが円安・ドル高をもたらしただろうか。

短期から中期で、市場参加者の将来の期待ドル相場水準はあまり変わらないと想定される場合（常にそうではないが）、円を売って金利が上がるドルを買い、ドルで運用した方が、投資リターンが上がるからだ。そして、拡大した金利格差を反映した水準まで現在のドル相場が上がる。そこで上昇は止まる。

後者②は長期にわたる2国間の金利格差は、

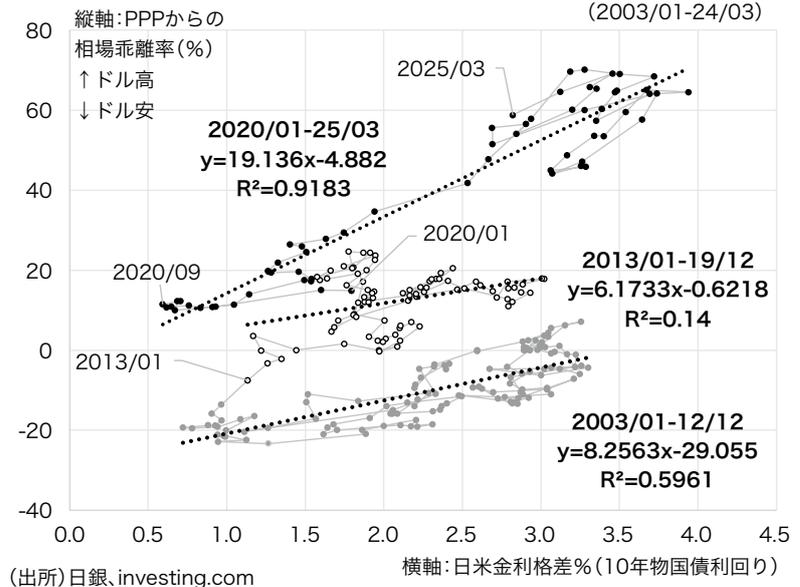
両国の趨勢的なインフレ率格差を反映している結果であり、その場合は既に説明した相対的購買力平價原理

〈図表1〉市場相場と相対的購買力平價(PPP) (月次データ、2025年2月現在)



(出所) 日銀、FREDセントルイス連銀

〈図表2〉日米金利格差とドル円相場



に基づいて、高金利⇨高インフレ通貨（ドル）が低金利⇨低インフレ通貨（円）に対して、金利格差の分だけ長期的には下落することになる。そこで日米間の金利格差（10年物国債利回りの格差）を使って、図表1に示した市場相場のPPPからの乖離率（以下「相場乖離率」と記す）をどの程度説明できるか検証しよう。

いる。次の13年1月から19年12月（アベノミクス期、白○の分布）の時期は、金利格差と乖離率の関係性は低下するが、それでも右肩上がりの傾向が維持されている。最後に、20年1月から現在（25年3月）までの期間（黒●の分布）は、最も金利格差との関係性が強く、金利格差の変化に対する相場乖離率の

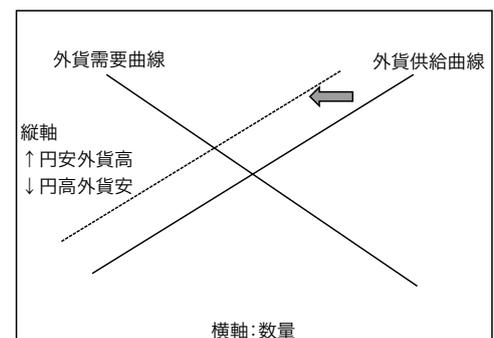
03年以降のドル円相場について三つの時期に分けてそれを示したのが図表2である。横軸は日米の10年物国債による金利格差、縦軸に市場相場のPPPからの乖離率（%）を示した。03年1月から12年12月（アベノミクス以前）の時期（グレーの分布）は図表2の一番下の分布であり、金利格差が拡大するとドル高方向への乖離率が上昇する関係性は高く、右肩上がりの分布をして

感応度も高い。分布の近似線の傾きは19・1であり、これは1%の金利格差の拡大（縮小）が、相場乖離率19・1%のドル高（ドル安）に対応していることを意味する。これを現在の水準をベースに言うと、1%の内外金利格差の拡大（縮小）が、17・9円ものドル高（ドル安）を起すことを意味する。また、説明度を示す決定係数（R²）は0・92と非常に高い。これは金利格差の変化で相場乖離率の変化を92%説明できることを意味する。

趨勢的円安・ドル高を起した経常収支の構造変化

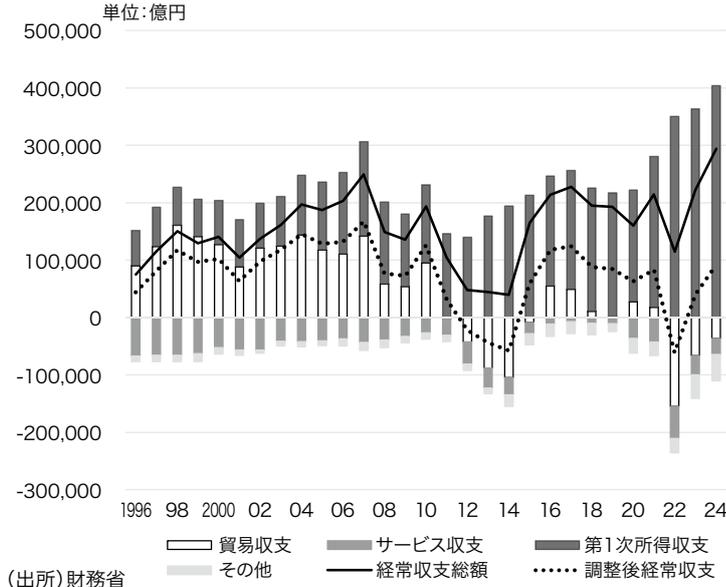
このように03年以降の相場を三つの時期に分けると、金利格差の変化と相場乖離率で見た実質的な円相場の変化がよく説明できるのだが、図表2が明らかにしているもう一つの重要な点は、分布の近似線が次第に上方（円安・ドル高方向）にシフトしていることだ。これが金利格差の変化では説明できない過去20年余りの円相場の趨勢的な変化だと言える。この変化の要因として、まず経常収支の構造変化が円相場の需給を円安方向にシフトさせていると考えられる。それを理解するために図表3

〈図表3〉外貨（ドル）の需給曲線の概念図



を見ていただきたい。これは外為市場における外貨（主に米ドル）の需給曲線の概念図である。これはミクロ経済学入門のテキストに掲載されている商品の需給曲線と同様だ。経常収支の黒字は、受け取った外貨を売って円を買うので外貨の供給曲線を成すと見なせる。外為相場が上がるほど、輸出の増加などで外貨の供給は増えるので、外貨の供給曲線は右肩上がりになる。一方、海外の外貨建て資産への投資は円を売って外貨を買うので外貨の需要曲線を成す。外貨需要曲線は右肩下がりである。外為市場での為替相場は二つの曲線の交点で決まる

〈図表4〉日本の年間経常収支と内訳の変化



中心（白抜き縦棒）の黒字から第1次所得収支中心の黒字（黒色縦棒）に変わってきていることが分かる。貿易収支を構成する輸出取引では、輸出企業は受け取った外貨をほぼ100%外為市場で売り、円に転換し、国内での支払いに充てる。円建てで輸出した場合は、海外の輸入業者が支払いに充てるため海外で円買い・外貨売りをを行うので同じことになる。輸入取引はその逆でほぼ100%円売り・外貨買いが発生する。従って、輸出入の差額としての貿易黒字はほぼ全額が外貨売り・円買いになると見なすことができる。

一方、所得収支とは主に日本が海外から受け取る利息や配当と、日本が海外に支払う利息や配当の差額だ。日本はこの黒字が趨勢的に増え、年間40兆円にもなっている。1990年代以降、日本企業は海外に生産ラインを移す、あるいは海外企業を買収するなど輸出から海外への直接投資にシフトしてきた。また、国内の貯蓄を海外への証券投資に回してきた。

その結果、日本が海外に保有する投資残高が増え、そこから受け取る利息や配当が増えた結果、巨額の所得収支黒字となった。日本は対外資産が1668兆円、対外負債は1121兆円、差し引き547兆円の対外純資産国であり（2024年12月末時点）、所得収支の巨額黒字はその結果である。

ただし、これらの受け取り超過の利息・配当は、かなりの部分が海外に再投資されることが知られており、直接投資残高については受け取りの約半分が海外に再投資されている。つまり、所得収支は年間40兆円の大幅な黒字でも、実際に外為市場で外貨売り・円買いになる金額はおよそその半分程度と推測される。

従って、1990年代以降の貿易収支黒字中心から所得収支黒字中心へという経常収支黒字の構造的な変化は、図表3に示した外貨の供給曲線を左にシフトさせてきたと言える。あるいは再投資分だけ外貨の需要曲

が、経常収支黒字が趨勢的に減少することは、外貨の供給曲線が左へシフトすることを意味するので、この場合、交点はより外貨高にシフトする。

そこで日本の経常収支を見ると図表4の通りであり、24年の経常収支黒字は30兆円近くに達し、減っているどころか増えている。しかし過去30年間で経常収支の内訳が貿易収支

輸出企業は受け取った外貨をほぼ100%外為市場で売り、円に転換し、国内での支払いに充てる。円建てで輸出した場合は、海外の輸入業者が支払いに充てるため海外で円買い・外貨売りをを行うので同じことになる。輸入取引はその逆でほぼ100%円売り・外貨買いが発生する。従って、輸出入の差額としての貿易黒字はほぼ全額が外貨売り・円買いになると見なすことができる。

海外に生産ラインを移す、あるいは海外企業を買収するなど輸出から海外への直接投資にシフトしてきた。また、国内の貯蓄を海外への証券投資に回してきた。

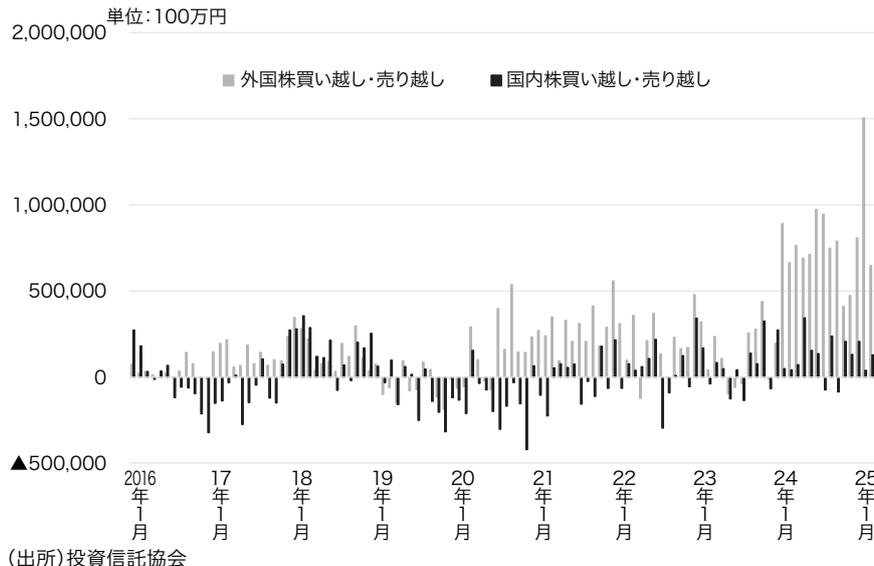
その結果、日本が海外に保有する投資残高が増え、そこから受け取る利息や配当が増えた結果、巨額の所得収支黒字となった。日本は対外資産が1668兆円、対外負債は1121兆円、差し引き547兆円の対外純資産国であり（2024年12月末時点）、所得収支の巨額黒字はその結果である。

線が右にシフトしていると考えても構わない。いずれにせよその変化がもたらす結果は、円安・外貨高への交点のシフトである。

そこで、所得収支黒字の半分が外為市場での円買い・外貨売りにはならないという想定で調整した経常収支を計算した結果を、図表4に黒い点線で記載した。経常収支黒字の趨勢的な増加基調とは逆に、市場で円転される外貨が趨勢的に減少し、年によってはマイナス（円売り・外貨買い）になっていることが分かる。

新NISAによる外国株投信ブームと円安

〈図表5〉公募投資信託による日本株・外国株の月間買越額・売越額の推移



曲線を目立って右にシフトさせ、円安の追加要因になっていると考えられる。

1980年代までさかのぼる円相場の変動パターンは、まず低金利の円を売って高金利のドル（あるいはその他高金利通貨）を買う外貨投資

ている。

さて、1ドル114.0円近辺まで円高に戻ってきた動きは、図表2が示す通り、日米の長期金利格差の縮小でほぼ説明できる。今年3月末の10

▶▶▶ トラUMP関税ショックという波乱要素

ブーム（円売りキャリートレード）が起り、円安・ドル高が進行した後に、積み上がった円売り持ち高の急速な巻き戻し（円買い）が起こるのが常だった。

興味深いことに、今回は外為市場全体の機動的なドル円ポジションの一角である米国シカゴ通貨円先物取引の非商業筋のネット・ポジションが、既に大きく円買い持ち高に傾斜する一方で、上記の通り日本の個人投資家の米国株価指数や世界株価指数に連動する投資信託ブームによる円売り・ドル買いが、円高への揺れ戻しを抑制し

年物国債利回りは米国が4・28%、日本が1・46%で、金利格差は2・82%だ。ここから日銀の利上げ、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げでさらに0・50%金利格差が縮めば、図表2の分布傾向から判断すると約9円の円高、1・0%の金利差縮小なら18円の円高への戻りが起こる。

ただし、今年4月に入ってから、トラUMP米大統領の大幅な関税引き上げショックが中国などのドル離れ、米国債売りにつながり、米国債の利回り低下余地が小さくなった、あるいは反転するという波乱要素が登場した。

また、関税引き上げで米国の景気鈍化・後退にもかかわらず、インフレ率が高止まり、あるいは高進し、FRBが機動的に利下げに動けない可能性も十分あり得る。さらには、米国の貿易赤字縮小のためにトラUMP政権が為替相場の円高・ドル安誘導を求める可能性も否定できない。

こうした不確実性の高い波乱要素が加わる中、今後1年を展望すれば1ドル113.0円近辺までの円高・ドル安の可能性を視野に入れておくべきだろう。

セブン&アイ・ホールディングス

人事刷新で難局打開なるか

セブン&アイ・ホールディングスの井阪隆一社長（67）が退任し、後任に社外取締役のステイブン・ヘイズ・デिकास氏（64）が5月の株主総会を経て就任する。カナダのコンビニ大手からの買収危機にさらされているほか、国内外のコンビニ事業も苦戦する中、トップ交代カードを切ることで難局を打開したい考えだ。

デिकास氏は、カジュアル衣料チェーン「ユニクロ」を運営するファーストリテイリングや米ウォルマートで経験を積み、西友の最高経営責任者（CEO）も務めた。小売りの知見は豊富で、井阪氏の評価も高い。

目下の課題は株主総会を乗り切れるかどうかだ。米投資ファンドが社長昇格に反対の声を上げるなど、セブン社内は「戦々恐々」（幹部）の状態。夏には中期経営計画の発表を控え、デिकास氏の手腕が試される。

