

たけなか・まさはる
56年生まれ。京都大
学博士（経済学）。専
門は国際金融論、米国
経済



「超円安」が2022年以降、続いている。名目の為替相場を内外のインフレ率で調整した実質円相場は、過去の趨勢と比べて大きく円安に傾いている。本稿では現下の円安の原因を、いくつかの有力な仮説に基づいて検証したい。

実質円相場を考える上でまず相対的購買力平価（PPP）理論を確認しておこう。相対的PPPとは、内外のインフレ率格差を反映した為替相場の理論値である。高インフレ通貨は低インフレ通貨に対し、長期的にはインフレ率格差の分だけ下落すると考える。

名目為替相場は、相対的PPPからドル高・ドル安のどちらにも乖離（かいり）する。分りやすいドル円を話を進めよう。

図1は変動相場制に移行した1973年を起点にドル円の名目為替相場と相対的PPPを折れ線、名目相場の相対的PPPからの乖離率（%）を棒グラフで描いた。棒が上に伸びるほど物価変動を考慮した実質相場がドル高・円安に振れていることを示す。2022

竹中正治 龍谷大学名誉教授

「弱い円」と日本経済 ①

為替リスク回避 円売り拡大

ポイント

- ・実質円安は内外金利差だけで説明できず
- ・90年代以降は海外直接投資が円安要因に
- ・新NISAによる海外株式投資増も影響

年以降は大幅な円安だ。

次に、名目為替相場と内外金利格差の関係を語ってみよう。この関係を語るの

は「金利平価原理」である。為替レートが2国間の名目金利の差によって決まり、資産をどちらの通貨で保有しても、収益率は同じになるというものだ。

内容は2つだ。第一に2国間の金利格差が一定のもとでは、高金利通貨は低金利通貨に対して金利格差の分だけ下落する。つまり高金利通貨の国債に投資して

も中長期的に金利差は為替下落で相殺される。第二に2国間の金利格差が拡大する場合、金利が上がる通貨が他方に対して上昇する。

図2は、2003年4月以降の日本の10年物国債利回り格差（横軸）と、ドル円の名目相場の相対的PPPからの乖離率（縦軸）の散布図である。3つの時期に分けると、金利格差と実質為替相場の変化には、かなり高い関係性がある。

ただし全体の分布は、次第にドル高縦軸の上方へとシフトしている。金利格差の変化では説明できない

この実質ドル高・円安の要因は何か。一つの仮説が、パラッパ・サミュエルソン効果（以下、BS効果）に注目する見解だ。

一般に貿易財生産部門（主に製造業）の労働生産性が高い国は、同分野の賃金も高くなる。それに比べて非貿易部門の労働生産性の伸び率は低い。しかし非貿易部門の賃金も、いずれ貿易財部門の水準が波及して高くなる。その結果、非貿易財とサービスを含む消費者物価は、他国に比べて相対的に高くなる。

これがBS効果で、内外物価格差を説明する理論だ。では、それがどう実質為替相場と関わるのか。

日本の貿易財部門の労働生産性伸び率が米国より高い場合、日本の消費者物価が米国に比べて上昇する。その結果、相対的PPPはドル高・円安に変化し、名目為替相場が同じなら、実質為替相場はドル安・円高になる。これは、1970～90年代前半の長期的な実質円高傾向を生む要因となったと考えられる。

逆に日本の労働生産性の伸びが米国より低い場合は、日本の消費者物価が相対的に低下し、実質為替相場はドル高・円安になる。では実際に90年代後半以降、日本の労働生産性伸び率が米国より低くなり、それが実質円安の要因になったのだろうか。この仮説の実証的裏付けを試みる論文は、いくつか出ていたが、筆者は現下の超円安について「BS効果主因説」には以下

の理由で懐疑的だ。

経済協力開発機構（OECD）のデータに基づく90年代以降、米国の労働生産性の伸び率は日本を上回った。しかしドイツ・フランス・イタリアとの比較では、日本の伸び率が劣後は見られない。にもかかわらずユーロ円相場でも大幅な実質円安が起きている。

米国のユーロ圏を比較すると、日米間と同程度に米国がユーロ圏を上回るが、ドル・ユーロ相場にドル円のような大幅な実質ユーロ安への振れは見られない。

筆者は現下の超円安は、中長期の3つの要因が重なった結果と考えている。

まず、経常収支黒字の内訳変化である。日本の経常収支黒字は2000年代の年平均17兆円弱から、2025年平均で22兆円まで増えた。内訳は貿易黒字が縮小し、所得収支黒字が主になった。製造業が輸出から直接投資による海外現地生産にシフトした結果だ。

貿易収支黒字はそのほとんどが外為市場における外貨売り・円買いになるが、直接投資からの外貨所得はおよそ半分が現地に再投資され、円買いにならない。証券投資収益も同様と考えられる。その結果、外為市場での需給均衡点が外貨高・円安に動いた。これは1990年代後半以降の構造的な円安の要因となった。

さらに24年1月からは新NISA（少額投資非課税制度）が始まり、米国株や世界株価指数に連動する投資信託による海外株式投資が急増した。その買値額は、以前の年間1000億円台から同8兆10兆円規模に拡大し、これも外為市場の需給均衡点を外貨高・円安に動かす要因となった。

第3の要因は海外投資家の日本株投資における、為替リスク回避のための円売りが膨らんだことである。例えば米ドルで運用する投資家が日本株に投資する際、円安・ドル高が進めば、ドルでみたリターンは目減りする。そこで海外投資家は投資時点で、為替の直物でドル売り・円買いをする。同時に、先物でドル買い・円売りをすることで為替変動リスクをヘッジ（回避）する必要がある。