

# *Market Flash*

**加速する円安 VS 介入**  
～ 長期的トレンドとサイクル ～

2024.05



日本アルプス電子株式会社  
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



## ～ 円安と介入 ～

日本の連休の合間を縫って、為替市場は大きく動いた。155円近辺を動いていたドル円レートが突然160円まで動き出したのである。

今回は、直近の為替レートの動向と介入、その背景にあるドル円為替市場の歴史、為替の変動要因などについてまとめてみた。

まず、直近のドル円為替レートの動向を見ていこう

### 1. 急激に動いた円相場

24日には特段の材料がない中で155円台をうろうろしていたが、日銀金融政策決定会合（4月26日）に向けてじりじりと水準を切り上げる展開となった。

26日、金融政策決定会合の結果、『展望レポート』が公表されると円売りが強まり156円台となると、その後の植田総裁の会見中に一段と円安が加速。海外勢が参入するとさらにその勢いは増し、同日中に158円台まで上伸した。

週明け、本邦休日の29日は、アジア時間朝方こそ158円台前半で方向感なく推移していたが、突如、高値160.24まで急騰する場面があった。160円台での滞空時間は短く、159円台に押されると、しばらく値動きが小さくなったものの、午後に入ると今度は急落。一時間余りの間に155円を割り込んだ。

これが1回目の介入と思われる。

30日にかけて再びじりじりと円安に向かったが、介入を警戒して試し試し円を売っているというような状況であった。

5月2日、158円に届くか届かない状況がしばらく続いていたところで突然急激な円高で153円台まで進んだ。市場の意表を突いた形で2回目の加入が実施された（ようだ）。

3日のNY市場では151円台まで円高が進んだが、その後は、再びじりじりと円安に戻ってきているが、当面は介入がないであろう。5月15日には米国の消費者物価指数（CPI）が発表され、予想通り前月よりやや落ち着いた数字が出たことから153円台まで円高が進む場面があった。

これまでの動きをみると当面は、米国の経済指標により神経質な動きが予想される。予測以上の米国の経済指標悪化が発表されれば再び160円に向けて円安が進み、再び介入の可能性も高まる。落ち着いた指標が続くようであれば、154円～157円のレンジで動くのではないだろうか。

### 介入前後のドル円為替の2時間足のチャート

2024/05/04 04:00 Open: 152.936 High: 152.958 Low: 152.842 Close: 152.878





## ～ 円安と介入 ～

### 2. 今回の急激な円安要因と介入効果

今回政府が介入に踏み切った背景としては、円安の加速であろう。150円（2月13日）から155円（4月24日）まで2か月であったのに対して、155円から160円は事実上3営業日であった。この急激な円安の要因はどこにあったのであろうか？

#### （1）今回の急激な円安の要因

この急激な円安の要因としては、日米の要人の発言に起因する。

まず、4月25日米国時間に、イエレン米財務長官が、「介入がまれであることを願う。そのような介入がめつたに起きず、過度な変動がある場合に限定され、事前に協議があることが期待される」と発言し、日本の為替介入をけん制した。

これにより、日本政府が為替介入を実施しづらくなったとの観測が生じ、円安進行リスクが高まった。

そして、急激な円安の加速にガソリンを注いだのが、植田日銀総裁の発言であった。

4月25～26日に行われた金融政策決定会合において、金融政策の現状維持が決定された。

その声明文が第一弾の爆弾。事前の予想では、金融政策は変更なくとも、「長期国債の買い入れを減額するのではないかと予測されていたが、声明文では、「長期国債及びCP等・社債等の買い入れについて、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する」と記載され、これまで通りの方針を貫いた。これが円安に進む第1の要因となった。

声明文とともに公表された展望レポート（四半期に一度公表される）では、「消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予測物価上昇率していくことから、女兒に高まっていくと予測され見通し期間後半には物価安定の目標とおおむね整合的な水準で推移すると考えられる」と記している。

そのうえで、金融政策運営については、「先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」としつつも、「以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と説明した。これらは現状の金融政策は当面続けられるというメッセージと受け取られた。

最後のとどめとして、今回の急激な円安を招いたのは植田日銀総裁の会合後の会見での発言であった。

植田総裁は物価目標達成について、「全般的に物価情勢が上振れてきている」、「見通し達成の確度が上がっている」と前向きに評価。展望レポートで示した物価見通しが「本当に実現していけば、ほぼ持続的・安定的な2%の物価上昇の実現にかなり限りなく近づく」とし、「特に見通し期間の後半について、この通りの姿になっていくということであれば、そこでは私どもの政策金利もほぼ中立金利の近辺にあるという状態にあるんだろうなという展望は持っている」との見解を示した。

一方で、「基調的な物価上昇率はまだ2%を下回っているというふうに考えていますので、緩和的な金融環境、現実的には今のところは0～0.1%という短期金利の水準が適当である」と言及した。さらに、利上げの影響は住宅ローンの借り手など広範な経済主体に及ぶことを指摘し、「多様な影響を考慮しつつ、利上げを注意深く、やるのであれば進めていくということになる」と述べた。



## ～ 円安と介入 ～

市場で縮小観測が熾っている長期国債買入れの減額については、将来的な減額を視野に入れていることに触れた後、「今日の会合では6兆円で続けるということに関して特に反対は出なかった」、「具体的にいつの時点でということを示される段階ではない」と回答。国債買入れの幅については、日々のオペにおいて金融市場局がある程度の幅を持って決定し得るとした上で、「**長期的にオペの金額を減らしていくという際には、政策委員会で決定して、きちんとアナウンスをして進めていくということになる**」と説明し、改めて長期国債の買入れ額は維持すると強調した。

また、会見では、足元で円安が進んでいることを踏まえ、円安が金融政策に与える影響に関する質問が相次いだ。総裁は、「まず、**金融政策は、為替レートを直接コントロールの対象とするものではない**」とした上で、「仮に、（中略）基調的な物価上昇率に無視し得ない影響が発生するというのであれば、金融政策上の考慮あるいは判断材料となる」との見解を示した。

一方、総裁は、これまでの円安の影響について、「**基調的な物価上昇率に（中略）今のところ大きな影響を与えているということではない**」とし、記者からの「今回は基調的な物価上昇率への影響は無視できる範囲だったという認識でよいか」との問いに対しても「はい」と答えた。また、円安の影響が現れる輸入物価についても、「21年から22年にかけてものすごい上昇したわけですが、それと比べると**足元の上昇はそれほどものではない**」との認識を示した。

これら円安に対する発言が、「現状の円安容認」として受け止められたのである。

また、この発言は円安を容認するというだけでなく、円安を加速させることになった背景には、伏線があった。植田総裁は、4月18日のG20会議後の記者会見では、「**円安が基調的な物価に無視できない影響を与える場合には、金融政策で対応する可能性がある**」を発言していた。金融市場では、円安進行を受けて日銀が追加利上げを前倒しする、あるいはそれを示唆するような発言を相殺が行うことで、円安の流れを食い止められる、と期待していたのである。これが今回の決定会合後の総裁の発言で、日銀が早期に追加利上げをするという観測が大きく後退し、円安が加速したのである。

明らかに植田総裁の発言は、市場の敏感な動きを察知していないあまりにも建前主義的な発言であり、判断ミスであった。

その証拠に、5月7日夕刻、植田総裁は岸田首相と意見交換を行い、その後の「ぶらさがり」会見で、「**最近の円安を政策運営上、十分注視していく**」「**円安は経済物価に潜在的影響を与えうるもの**」「今後の基調的物価情勢にどう影響があるか見ていく」などと発言して、決定会合後の発言を修正しているのである。



## ～ 円安と介入 ～

### (2) 介入の効果はあったか

1回目の介入は日本が祝日で休みの4月29日に発動したようだ。植田日銀総裁の発言に失望したことから円安が急激に進み、瞬間的に160円を突破した。そのタイミングを待って介入が実施された。このタイミングでの介入にはいくつかの意味があったように思える。まず第一に「160円の円安は容認できない」という意思を示すこと。そして、この急激に5円も円安になったという動きは、米国の介入に対する警告に対しても十分説明ができる水準と政府が考えたからだろう。さらに、タイミングとしては日本が休日でありマーケットとしては取引が薄いタイミングであったという点である。少ない資金でより効果が望めたタイミングであった。この1回目の介入では153円台まで円が買われた。

驚いたのは2回目の介入である。タイミングとしては、1回目の介入後、153円台まで円が買われたが、その後再びじりじりと円安になり158円直前まで円安となっていた。2日の早朝に、FOMCが開催されてパウエル議長が記者会見を行った。その直後に急激な円高となった。157円から153円台と4円の円高となっている。その後151円台まで円は買われることになる。この2回目の介入はまさに「不意打ち」の驚きであった。このことで市場としては、「160円は死守、158円は介入の可能性が高まる」と受け止めたのではないだろうか。

ところで、介入が行われたかどうかは最終的には5月末に財務省より4がゆ26日～5月29日の間の介入実施状況が公表され確認できるが、日銀当座預金の動きを見ればある程度確認できる。円買い介入の際には介入2営業日後の決済日に円資金が吸収されるため、その分だけ日銀当座預金残高が減少する。従って、多くの市場関係者は決済日における日銀当座預金増減のうち「財政等要因」に着目し、事前の短資会社の予想と日銀が前日に公表する（介入を織り込んだ）見通しの乖離から介入の有無を推測する。数千億円程度のズレは有り得るものの、短資会社の事前予想よりも日銀の見通しが下振れていれば、その差額分は介入が行われたと推測される。29日分については、主要短資会社による「財政等要因」の事前予想が2兆円強の減少であったのに対し、30日に日銀が公表した見通しが7.6兆円の減少（1日に公表された速報では8.3兆円の減少）となっており、5～6兆円規模の介入が行われた形跡が見受けられる。5月2日では3～4兆円乖離しており、同額の介入が行われたと推測される。

### (3) 今後の介入運営（ニッセイ基礎研究所のレポートより）

先行きの為替相場を占う上では、通貨当局による今後の介入運営が注目ポイントになる。

為替レートのトレンドは基本的にファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に基づくことから、介入によって為替のトレンドを変えることは難しい。つまり、介入の効果は限定的なのだが、無意味というわけでもない。介入のやり方次第では、一時的に円安を止めたり、円安の進行を遅らせたりすることで、「円高ドル安材料が出てくるまでの時間を稼ぐ効果」は期待できる。

その際にポイントとなるのが、円の売り手を「疑心暗鬼に陥らせ、円売りを躊躇させることが出来るかどうか」だ。市場参加者の裏をかくタイミングでのインパクトのある介入を通じて、手の内を読ませず、いつ来るか分からない介入への警戒感を演出することが重要になる。その意味でも今回の2回目の介入は大きな意味があったのではないだろうか。



## ～ 円安と介入 ～

### (4) 米政府の理解

介入を続ける上では、介入の対象通貨（ドル）の発行国である米政府の理解を得ることも極めて重要なポイントになる。

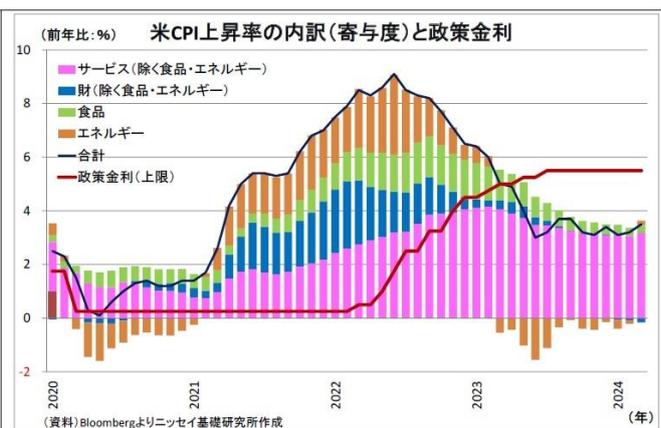
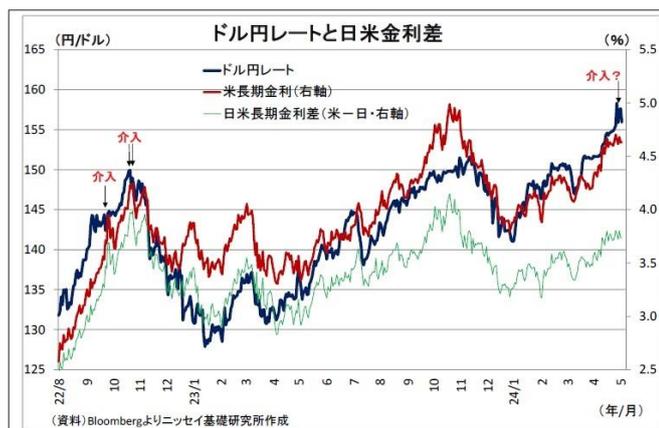
円買い介入の原資となる外貨準備高は直近3月時点で1.29兆ドル（約200兆円）に達していることから、当然全てを使うわけにはいかないにせよ、計算上の介入余力はかなりあるように見える。ただし、それは米政府の理解が得られている限りにおいての話だろう。

**米政府は「為替操作国」の認定制度を持つ**ように、もともと人為的な為替操作を嫌う傾向が強い。日本の介入に対して米政府が反発や不快感を示したりすれば、日米の力関係上、無視することは難しいはずであり、市場においては「今後、介入は出来なくなった」との見方から円売りが進みかねない。従って、米政府の積極的な賛同や協力までは得られないにしても、介入への理解を得続けることが出来るかどうかという点は、介入の持続可能性に大きな影響を及ぼすだろう。

2022年秋の円安局面では、9月22日に介入が開始され、10月に2度追加実施されたのみで留まった。同年11月上旬にCPIの鈍化を受けて米利上げ加速観測が後退し、日米金利差縮小を通じて円安圧力が後退したためだ。つまり、当時の介入を巡る攻防は正味2カ月弱であったということになる。

一方、**今回はより長期戦となる可能性が高い**。従来想定されていたよりも米国経済が堅調で物価上昇圧力も強いいため、FRBは今年終盤まで利下げ開始を見合わせる可能性が高く、ドルが買われやすい（＝円が売られやすい）地合いが長引くとみられるためだ。

従って、日本の通貨当局は厳しい長期戦を余儀なくされることになりそうだ。介入を大規模かつ多頻度で実施すれば、為替操作の色彩が強まり、米政府が反発を強めて身動きが取れなくなる可能性が出てくる。そうだからと言って、介入を手控えすぎると今度は市場に見透かされ、円安がさらに大きく進むリスクが高まってしまう。政府の手腕が今まさに問われている。





## ～ 円安と介入 ～

### 3. 円安の行方

今後の為替動向を予測するための重要なポイントは、第1に米国の経済・物価動向による利下げのタイミングであり、第2に日銀の金融政策変更のタイミングであろう。

#### (1) 米国経済動向と金融政策

米国の経済動向・インフレ状況を見ていくのに重要な経済指標としては、消費者物価指数（CPI）と雇用統計である。

##### ①消費者物価指数（CPI）

15日に発表されたCPIは前年同月比3.4%と市場予測通りとなった。3月の3.5%から3か月ぶりに前月を下回った。これを受けて円は153円台まで買われた。

CPIの伸びは2022年6月の9.1%から2023年6月には3.0%に落ち着いた後、足踏みが続いている。このため利下げのタイミング予測も引き延ばされてきている。

2%台に落ち着いてくれば利下げのタイミングも見えてくるが、逆に3%台に止まっている限り円安圧力は弱まらないであろう。

##### ②雇用統計

4月の非農業雇用者数は前月比+17万5,000人と、事前予想の+24万人同課の半分程度となった。増加幅は、1-3月の月間平均+26万9,000人から大きく低下している。また、労働参加率は62.7%で前月比横ばいとなった。25-54歳の年齢層では83.5%に小幅上昇し、約20年ぶりの高水準に並んでいる。労働参加率の上昇は、労働供給の増加を通じて賃金上昇圧力を抑える方向に働く。

失業率は3.9%と事前予測3.8%を上回った。時間当たり賃金は、前月比+0.2%と事前予想の+0.3%を下回った。前年同月比は+3.9%と前月の+4.1%から低下した。2021年6月以来初めて4%を下回った。

雇用環境からは利下げの要件を満たしているように見える。

##### ③FRBの金融政策

米連邦準備制度理事会（FRB）は4月30日と5月1日に、米連邦公開市場委員会（FOMC）を開いた。市場の予想通り政策金利の据え置きを決めた。

足元ではインフレ指標が上振れたことを受け、金融市場ではFRBの利下げ観測は後退していた。金融市場は今年年初には、3月にも利下げが開始され、年内5回程度の利下げを予想していた。しかし現在では、利下げは早くも9月に開始され、年内の利下げ回数は1回程度にまで予想が修正されている。

FOMCの声明文では、冒頭のパラグラフに「過去数か月、委員会の2%の物価目標に向けたさらなる進展を欠いていたとの文言が新たに加えられた。この文言が声明文に残る間は、FRBは利下げに踏み切ることはないだろう。

またパウエル議長は記者会見で「インフレは依然として高すぎる」、「インフレ低下に向けたさらなる進展は保証されておらず、先行きは不透明」、「より大きな自信を得るには予想よりも時間がかかりそうだ」、「（インフレ率は年内に低下すると引き続き見込むが）、以前より確信は低下した」などと述べた。これらは、FRBのインフレ率の高止まりへの警戒と利下げに向けた慎重姿勢を裏付けるものだが、事前の予想の範囲内にとどまった。

一方で、「利上げの可能性は低い」と明言したことは市場に安心感を与えた。

この発言を受けて、9月FOMCでの25bpの利下げの可能性は42.6%とやや上昇している。

今後もFOMCでの声明文やパウエル議長の発言が注目される。



## ～ 円安と介入 ～

### (2) 日銀の金融政策

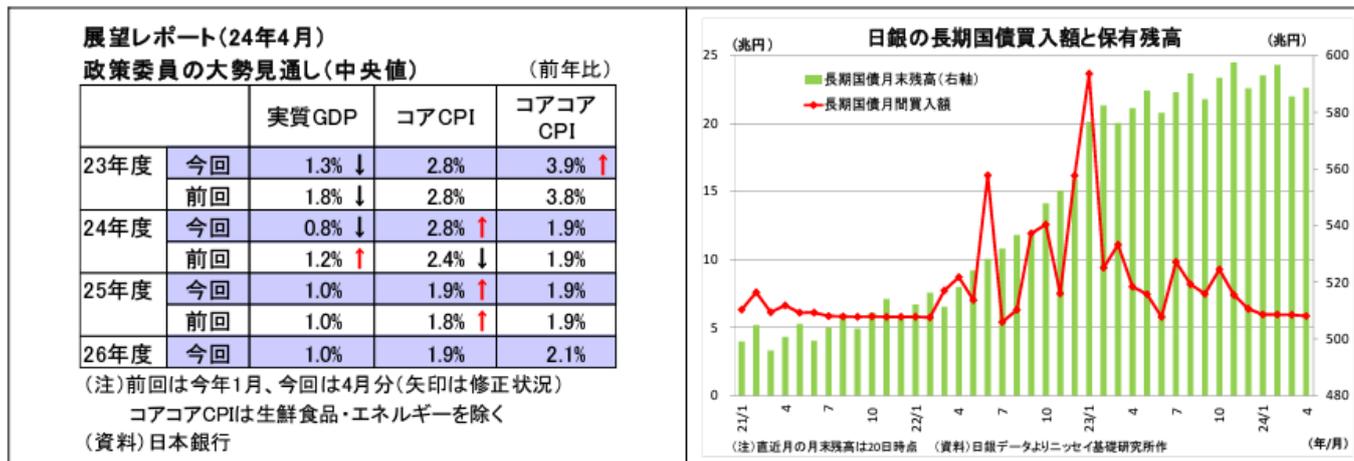
前述のように4月26日の植田日銀総裁の発言は驚きをもって市場に受け止められ為替市場の混乱を招いた。しかしその後、**植田総裁は自らの発言を覆すことに懸命であった。**

まず、5月7日の岸田首相との免田の後の発言。「最近の円安を政策運営上、十分注視していく」、「円安は経済物価に潜在的影響を与えうるもの」、「今後基調的物価情勢にどう影響があるかみていく」

さらに5月9日の国会答弁で、「**為替は経済物価の動向に影響を及ぼす重要な要因の一つであるので、基調的な物価上昇率について為替変動が影響する、あるいはそういうリスクが高まる場合には金融政策上の対応が必要になると考えている**」と、円安を強くけん制する発言を行った。

**13日、日本銀行は定例の国債買い入れオペで、長期債の購入を減らした。**残存期間「5年超10年以下」の長期国債の購入予定額を4,250億円とし、**前回から500億円減らした。**1回あたりの買い入れ額の減額は、昨年12月以来のことである。

この行動も26日の植田総裁の発言（改めて長期国債の買い入れ額は維持すると強調していた）を覆すもので、これに対しても市場は驚いた。金融市場では、日本銀行が国債買い入れを削減し、**国債保有残高の削減を本格的に進める「量的引き締め（QT）」**が近いうちに実施されるのではないかと、との観測が浮上している。





## ～ ドル円レートの変遷と変動要因 ～

さて、これまでここ1か月の円安の動向と要因についてみてきたが、もっと長いスパンで見た場合のドル円レートの変遷と今の円安の長期的要因についてみていくことにする。これについては、国際通貨研究所が出している「国際通貨研レポート」を基にまとめてみた。

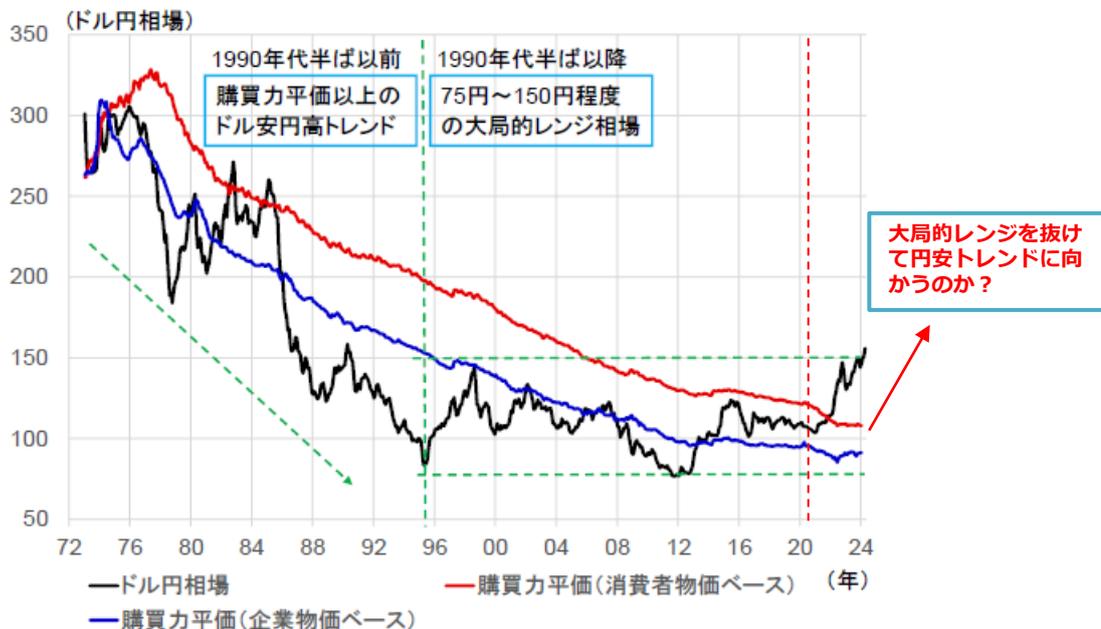
### 1. ドル円相場の推移

#### (1) 長期トレンド

為替レートの変動構造は、**長期的トレンドと、そのトレンドを中心に約2～10年単位でサイクルを形成している**とみることができる。このうち長期トレンドは、均衡為替レートの趨勢を表していると考えられる。均衡為替レートとは、購買力平価の動向、輸出産業を含む産業競争力、人口動態、財政収支、国際収支などといった、各国の構造的なファンダメンタルズに見合った為替相場水準である。

これに対し、約2～10年単位の為替レートのサイクルは、投資家や投機筋が、各種通貨建て金融資産にクロスボーダーで行う投資活動の影響を強く受けて形成されると考えられる。こうした投資活動は、国際収支統計に表れない各種デリバティブ取引、オフバランス取引なども含み、非常に膨大な取引額となる。通常為替レートは、こうした様々な投資活動の影響を総合的に受けて、上述した均衡為替レートの趨勢の周りに約2～10年単位の循環的なサイクルを形成していると整理できる。そして、こうした様々な投資活動は、米国を中心とした景気サイクルやFRBを中心とした金融政策のサイクルに影響を受けて変動することから、為替レートの約2～10年単位の循環的なサイクルは、景気サイクルや金融政策と連動性を持っている。

実勢のドル円相場と購買力平価



(注)各購買力平価は1973年基準の相対的購買力平価  
(資料)国際通貨研究所

長期トレンドについてみると、ドル円相場は1970年初頭の変動相場移行以来、1995年までは大幅なドル安円高方向で推移。その後1995年以降は、大局的に1ドル=75円～150円程度でのレンジ推移となり、そのレンジ内で2012年末頃からやや円安方向へのトレンドの変化もみられていたところ、2022年頃より急激にドル高円安が進み始めた。足元ではこの大局的なレンジの上限であった150円を抜けて円安になっていることから、新たな円安局面に入るのか注目される場所である。



## ～ ドル円レートの変遷と変動要因 ～

### (2) サイクル的変動 近年大幅に進んだドル高円安

為替市場ではここ数年で大幅な円安が進んだ。ドル円相場では、2021年初の102円台から2022年には1990年以來となる150円台まで上昇。2023年初頭には、一時127円台まで調整する場面もみられたが、その後再び150円台まで反発し、足元は一時160円台に到達する場面もみられている。

ドル円相場の推移(2020年～)



(資料) Bloomberg

### (3) 購買力平価による為替相場の推移

IMF (国際通貨基金) は、4月発表の最新の世界経済見通しにおいて、日米の相対物価に基づく購買力平価為替レートの2024年の推計値を1米ドル=90.8円としている。現状の実勢レートと比較すると、円は米ドルに対して足元で70%程度割安ということになる。これは実質的価値が低下していることを意味するがこの傾向が長期化していることから、購買力平価では現在の円安トレンドを説明することはできない。

円ドル為替レートが購買力平価から乖離する要因として、一般的に指摘されるのは金利差である。2020年には日米間の10年物国債利回りの格差は1%以下であったが、現在は3%台後半まで拡大しており、こうした金利差の拡大が足元での円安要因になっていると考えられる。ただ、現在の利回り格差は、購買力平価で見て円の割高度が強かった1995年とそれほど変わらない。1995年4月には円ドル為替レートは一時1米ドル=80円を割り込んだが、IMF推計による1995年の購買力平価為替レートは171.6円であった。現在の日米の金利差は当時と大差がないのに、購買力平価で見て円は当時の大幅な割高から現在は大幅な割安に変わっている。後述するように、金利差だけではなくさらに生産性上昇率の違いなどの要因が加わってくる(P12)。ただ、それを含めても121円程度であり、足元の為替対比約28%円安に振れている。

因みに、購買力平価でよく引き合いに出されるのが、ビッグマック指数といわれるものである。世界展開するマクドナルドの代表的ハンバーガーの価格の比較で購買力平価を測ろうとするもの。

2024年1月に発表されたビッグマック指数の基準は、アメリカのビッグマック価格である5ドル69セント。日本のビッグマック価格は530円。この二つの数字から、いわゆる購買力平価説による「あるべき為替レート」は、1ドル=93円(530÷5.69)ということになる。

93円もの円高が今の適正な為替なのか？日本では今まで値上げに対する消費者の反応が敏感であったため、なかなか値上げをすることができなかった。(値上げの代わりにパンを小さくしたり、ハンバーグを少なくしたりしていた)ようやくこの1年で値上げ合戦がおこり、我も我もと値上げが続いている。ということは、マックの値段自体がおかしいのではないだろうか？前述の121円程度が適正な為替とすると、マックの価格は約690円となる。やはり日本の価格体系は歪んでいるのではないだろうか(もちろん、賃金が上がらないから値上げもできないという側面もあるが・・・)



## ～ ドル円レートの変遷と変動要因 ～

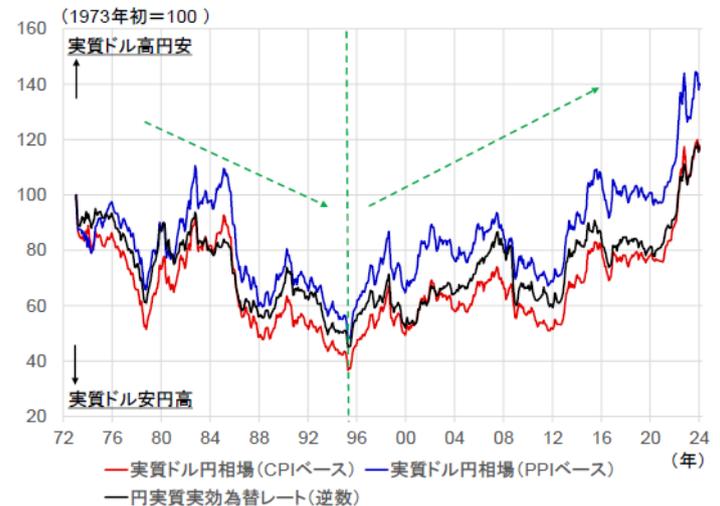
### (4) 実質実効為替レートの推移

次に、インフレ率の違いを考慮した実質ベースのドル円相場の推移を見てみよう。

変動相場移行後の1970年代初頭から1995年までは、**購買力平価のドル安円高トレンド以上に実勢のドル円相場のドル安円高トレンドが急であったため、下落基調（実質ドル安円高基調）にあった。**一方、1995年以降は、購買力平価は依然としてドル安円高基調にあったものの、実勢のドル円相場は大局的にはレンジ推移・横ばいであったこと、特に2012年末以降はそのレンジ内で円安方向にあったことから、実質ドル円相場は上昇基調（実質ドル高円安基調）となった。

以上のような**実質ドル円相場の推移は、1970年代初頭から1995年までは趨勢的な円高基調、1995年から足元までは趨勢的な円安基調となっている円の実質実効為替レートの推移とも平仄のあったものとなっている。**

実質ドル円相場と円の実質実効為替レート



(資料) BIS、Bloomberg、国際通貨研究所

## 2. 長期的トレンド要因

### (1) 日本の競争力低下

このような実質ドル円相場や円の実質実効為替レートの1995年を挟んだ趨勢の変化、とりわけ1995年以降の**実質ドル高円安基調の背景には、どのような要因が存在するのだろうか？**実質為替レートの趨勢には、理論的にインフレ率以外の様々な経済的な構造要因が影響を及ぼし得るが、**大きな要因の1つとしては、日本の輸出・輸入面における対外競争力が低下傾向にあったことが考えられる。**日本の産業競争力が対米、あるいは対世界で低下する中で、これまでの対外収支バランスを維持しようとする、**競争力低下を補うために円が実質ベースで下落して海外からみた日本製品が安くなる必要があり、実質円相場に趨勢的な下落圧力がかって来た**と推察される。

いわゆる失われた30年における日本の産業競争力の低下については、近年様々な場面で指摘されている。例えば日本の経常収支のうち貿易収支は、かつて黒字基調であったが、**2010年代以降は赤字基調へと転換した。**貿易収支は産業競争力だけで決定されるものではないが、赤字基調への転換は輸出産業の競争力低下も一因と考えられる。

日本の産業競争力の低下に合わせた1995年以降の実質ドル円相場のドル高円安基調への転換は、実勢のドル円相場がそれまでの急激なドル安円高トレンドから、（ドル高円安トレンドではなく）75円～150円程度の大局的なレンジ相場に転換するに止まる中、日本の米国などに対する相対的なディスインフレ傾向により形成されて来たと言えよう。



## ～ ドル円レートの変遷と変動要因 ～

### (2) 生産性上昇率の低下

長期トレンドの円の実質価値の低下を説明するものとして、**バラッサ=サミュエルソン効果**というものがある。これは、**生産性上昇率が高い経済では通貨の実質価値が上昇しやすいことを説明する理論**である。日本の就業者1人当たり実質GDPの米国に対する相対値は、1980年1-3月期を100とすると1991年1-3月期には122.4まで上昇した。それだけ日本の生産性上昇率が相対的に高かった。しかしその後、下落に転じ、**2023年10-12月期には88.2まで下がっている**。こうした相対的生産性の長期的な変動に、円の実質価値が呼応していると考えられる。

### 3. サイクル的変動要因

長期トレンドの変動要因としては、このように日本の競争力の低下、生産性の低下があげられるが、2022年以降の急激なドル高円安については、これら要因では説明しがたい。

2022年というその転換のタイミングなどから、日銀による量的・質的金融緩和が続いていた中で、コロナ・ショック及びロシアのウクライナ侵攻の影響による世界的なインフレ圧力などが合わさり、円安方向へのバイアスがかかったものと推測される。

今回のサイクル的な変動による円安は、次の3つの要因によってドル高円安が増幅されたと思われる。

#### (1) 世界的なインフレ圧力

まず第1は、**世界的に数十年來のインフレ圧力が高まったことだ**。世界経済においては、冷戦が終結してグローバリゼーションが進展し始めた1990年代後半から2000年代初頭以降、世界的にインフレ率が低位安定し始め、主要国の長期金利もそれ以前に比べて低位安定し始めた。この間、本邦では失われた30年が始まる中で、デフインフレ傾向が強まり、超低金利政策が開始されていたが、2008年の世界金融危機以降は、米国などでもデフインフレ傾向が強まり、低金利政策や量的金融緩和(QE)などが実施されるに至った。主要国と日本の金利差レンジは特に2000年代以降、次第に切り下がり、ドル円相場は75円～125円程度でレンジ相場を形成していた。

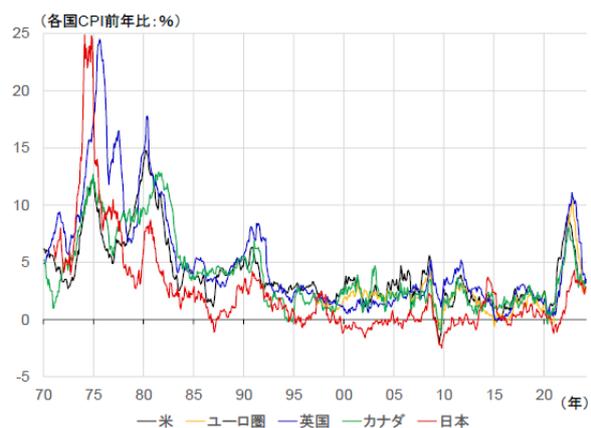
ところが**2020年代以降、コロナ・ショック後の世界経済の構造変化や、ロシアによるウクライナ侵攻後の資源・一次産品価格の上昇**などを受けて、**1980年代初頭の第二次オイルショック以来のインフレ圧力が世界的に顕在化した**。日本の金利差が大幅に拡大し、ドル円相場については過去数十年でみられなかった水準へ上昇した。特に2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻後から原油や天然ガスなどの世界的な需給構造が大きく影響し、ドル円相場が1ドル=120円台を超えて大きく上昇し始めた。

ドル円相場と米日10年金利差



(資料) Bloomberg

主要国の消費者物価上昇率(総合:前年比)



(資料) Bloomberg



## ～ ドル円レートの変遷と変動要因 ～

### (2) ドル独歩高

第2は、米国経済独り勝ちのドル高だ。ここ数年の円安で円相場はドル以外の通貨に対しても大きく下落した。但し、ドル円相場が150円～160円台と1990年以來34年ぶりのドル高円安水準をつけたのに対し、英ポンド円相場は一時1英ポンド=200円近辺と2008年以來約16年ぶりの英ポンド高円安水準、豪ドル円相場も一時104円台と2013年以來約11年ぶりの豪ドル高円安水準で、ドルに比べて対円上昇幅は限定的に止まっている。つまりここ数年の大幅なドル高円安の背景にはドル高の要素もある。実際ドルの名目実効為替レートは、2010年代以降大局的な上昇サイクルにあり、足元は2000年代初頭につけた前回のドル高サイクルのピークに相当する水準にある。

### (3) 日銀の緩和的金融政策

第3は、2013年以降の日本銀行による量的・質的金融緩和による影響だ。量的・質的金融緩和は、マイナス金利政策とイールドカーブ・コントロールによる長短金利の低位安定誘導による円安圧力に加え、マネタリーベースの大幅な増加目標などを含めて、期待要因からも円安圧力を高めた。特に、2012年末頃からの日銀による大規模金融緩和が市場に織り込まれ始めたタイミングである。

2022年以降の急激なドル高円安も、世界的なインフレ圧力を受けて主要国中央銀行が大幅な利上げに転じる中で、日銀が政策的コミットメントにより金利を低位に据え置いていたことで、ドル高円安サイクルをより一層増幅させたことが一因となったのである。

### (4) さらなる加速要因

上記の3つの要因においても、今年に入ってから急激な円安は説明できない部分もある。この加速的要因となったのは、投資家の米ドル建て資産保有志向の高まりもあるのではないだろうか。昨年来の円安傾向の中でドル建て変額保険などへの資金流入や今年から始まった新NISAによる海外株式投信などへの投資の急増が円安への増幅要因になった。流行語にもなっているオルカン（世界株式投資信託）の残高は3兆円を超えるまでになっている。

以上のように、最近の大幅なドル高円安は、緩やかかつ長期的な円安トレンドが水面下で作用している面もあるが、サイクル的な動きに加え、以上指摘したようなサイクル増幅要因による要因が大きい。今後ドル安円高方向への回帰がみられるか、長期トレンドがさらなる円安傾向へ転換するかは、こうしたサイクル的な動きやこれら増幅要因の帰趨次第と言えよう。