

円安が止まらないのはなぜか？

専門研究員 古金 義洋

目次

1. はじめに
2. 内外金利差だけでは今の円安を説明できない
3. 政府のインフレ志向姿勢や財政ファイナンスの問題が円への信託を低下させている
4. 国際競争力低下により日本経済の将来性に疑念が生じている

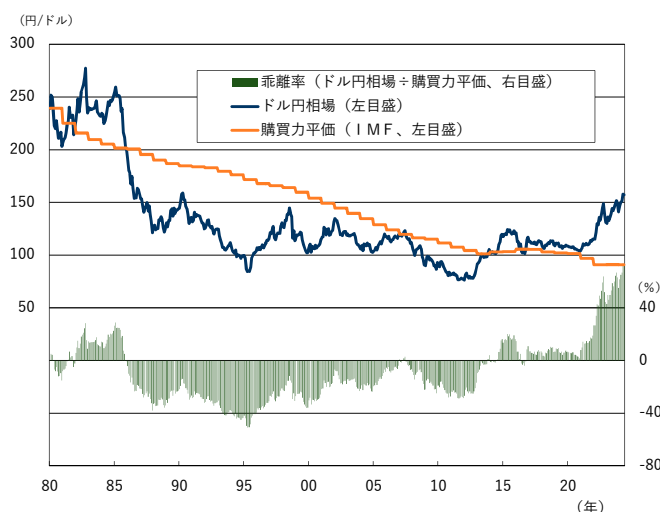
1. はじめに

ドル円相場は5月の連休中に一時160円を突破した。当局は円安が経済に及ぼす悪影響に留意し、円安に歯止めをかけるため、ドル売り・円買い介入を実施した。ただ、為替介入の効果はそれをバックアップする政策がなければ一時的にすぎない。実際、介入により一時的に円高となったあと、6月末にかけて円相場は軟調に推移し、再び160円台に乗せた。

IMFが公表する、ドル円相場の「絶対的購買力平価」¹は、コロナ前の2019年が102円だったが、2023年には91円と一段と円高になっている。この購買力平価からみると、円は大幅に過小評価されていることがわかる（図1参照）。確かに、対ドルでの円安は米国経済の堅調さや米金利高などを背景とするドル高によるものだという面もあるが、円安は対ドルだけでなく、ユーロなど他の通貨に対しても続いており、円安の原因が日本側にあることは確かだ。

過小評価が明らかになかなかで円安に歯止め

（図1）ドル円相場と購買力平価



（出所）IMF、ブルームバーグデータより作成

が利かないのはなぜか。本稿では改めてその理由について考えてみる。

2. 内外金利差だけでは今の円安を説明できない

円安・ドル高の直接的な原因は日米金利差にあるとされる。2021年以降のドル相場と日米10年国債利回り格差（直近6月21日まで週

1 購買力平価は過去の内外不均衡が小さかった一時点の為替相場が適正であったと仮定し、そこを基準に、その後の両国の物価上昇率から為替相場の適正值（相対的購買力平価）を求めるのが一般的だが（そうして求められた購買力平価は「相対的購買力平価」と言われる）、基準時点の為替相場が本当に適正であったかどうか問題になる。これに対して、「絶対的購買力平価」は一物一価を前提に、二国間でモノの価格を直接比較し、為替相場の適正值を求めようとするもので、世界各国のマクドナルドで販売されているハンバーガー1個あたりの価格を比較することで適正值を測ろうとするビッグマック指数も一種の絶対的購買力平価だが、一商品の価格だけで為替相場の適正值を計算するのは無理がある。IMFが公表する絶対的購買力平価は、経済データの国際比較のため、多くのモノやサービスのバスケットを作り、二国間で価格を比較して購買力平価を求めようとしたもの。

次データ) の関係を計算すると、次の通りとなる。

ドル円相場

$$= 87.37 + 16.48 \times \text{日米10年国債利回り格差}$$

(決定係数は0.92、標準偏差は4.7)

この式で2021年以降のドル円相場の動きのかなりの部分を説明できる(図2参照)が、直近の円安を説明しきれないというのも事実だ。6月21日時点の日米10年国債利回り格差は3.28%であり、同式からみたドル円相場の水準は140.5円にしかならない。

ちなみに、金利差が為替相場に影響するという考え方は、「金利平価説」に基づく。「金利平価説」というのは、内外金利差が為替相場の直先スプレッドに一致するという考え方だ。

例えば、日本の1年もの金利が1%、米国の1年もの金利が5%で、ドル円の直物相場の水準が150円/ドルであった場合、円での資金運用とドルでの資金運用が同程度となるように裁定取引が進むため、ドル円の1年先物相場は144.28円/ドル(=150円×1.01÷1.05)となる。

これと同様な考え方で、仮に、購買力平価のような、将来的なアンカー(錨)になるような為替相場水準があるとすると、その相場水準を、前述したドル円相場の先物相場水準として、金利差から直物相場の水準を計算できる。このため、金利差の変化によって直物相場の水準が変化することになる。

例えば、日本の10年もの金利が1%、米国の10年もの金利が5%で、アンカーとなる10年後のドル円相場の水準が100円/ドルだとすると、現在のドル円相場は147.46円(=100×1.0510÷1.0110)となる。

このような形で、金利差の「変化」がドル円相場に影響するという考え方が一般的だが、現在、内外金利差だけでは説明できない

(図2) 日米長期金利差とドル円相場



(出所) ブルームバーグデータより作成

円安が生じている背景としては、後述するような理由により、円あるいは日本経済への信認が揺らぎ、将来的なアンカーになるべき為替相場の水準が不安定化している可能性が考えられる。

3. 政府のインフレ志向姿勢や財政ファイナンスの問題が円への信認を低下させている

円あるいは日本経済への信認が揺らいでいるとすれば、その背後には、日本の財政金融政策の問題があると考えられる。

現在に至る円安の原因の一つが、2013年に始まった日銀の異次元(大規模)緩和だったことは間違いないだろう。黒田前総裁は、物価下落(デフレ)が日本経済低迷の根本原因であるという考え方のもと、インフレを志向し、円の通貨価値を押し下げる政策を続けた。

物価が上昇すれば、企業の売上や収益が増加し、賃金や消費も増加し、景気は良くなり成長率も高まるといった「好循環」を想定した大規模金融緩和政策だったが、物価上昇だけで経済が良くなるという考えが短絡的だったことは、インフレ下でも停滞状況が続く今

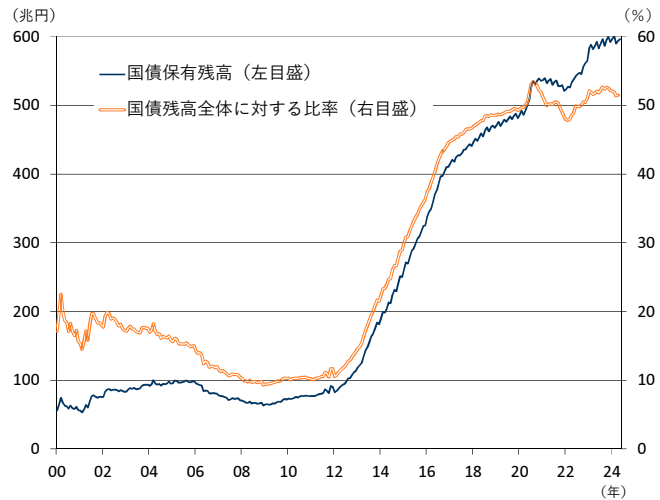
の日本の状況を考えれば明らかだ。

同様に「賃金と物価が上昇すれば経済が良くなる」という考え方も短絡的と言わざるをえない。単位労働コスト上昇率＝賃上げ率－労働生産性上昇率、であり（単位労働コスト上昇率は基調的な物価上昇率）、労働生産性上昇率が変わらなければ、賃上げ率が高まっても、物価上昇率がその分、高まるだけだ。実質賃金上昇率＝労働生産性上昇率であるため、実質賃金上昇率を押し上げるためには生産性上昇率を押し上げることが必要になる。

ところが、岸田首相は3月に「デフレ脱却への道はまだ道半ば」「デフレからの完全脱却のための最大の正念場にあたって、政府と日銀は緊密な連携を継続していく」と述べ、インフレを志向した政策を継続していく意向を示した。日本経済の停滞の原因がデフレでないことは今となっては明らかだが、政府が「デフレ脱却」にこだわっているのは、景気停滞の責任を日銀に押し付けようとしているためではないかとも思える²。

政府が依然としてインフレを志向しているのは、インフレによって財政赤字を減らそうとしているのかもしれないが、政府のインフレ志向姿勢に加え、後述するような事実上の財政ファイナンスにより、日本の財政赤字に歯止めが利かなくなるのではないかと不安が円への信認を低下させている。2013年以降の大規模金融緩和では、大幅な財政赤字を背景に増発された国債の多くを日銀が購入する量的金融緩和政策が実施された。日銀の国債保有額は2012年末の114兆円から今や600兆円近く、国債残高に占める日銀の保有割合は2012年末の14%から51%に上昇している（図3参照）。

（図3）日銀の国債保有残高



（出所）日本銀行「日本銀行勘定」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」

この量的金融緩和政策は、日銀は政府の発行する国債を直接引き受ける形の財政ファイナンスあるいは日銀引き受けではなく、流通市場で国債を購入する形で行われたが、財政赤字（＝国債新規発行額）に匹敵する大規模な国債購入が行われたことは、事実上の財政ファイナンスあるいは日銀引き受けだったとも言えなくない。この結果、財政資金の調達面での政府の日銀に対する依存度が高まり、財政規律が損なわれるという弊害を生んでいる可能性がある。

確かに、財政ファイナンスを一概に否定することはできない。いわゆる現代貨幣理論（MMT, Modern Monetary Theory）によれば、「自国通貨建てで借金ができる国の政府は、債務返済に充てる貨幣を無限に発行できるため、物価の急上昇が起こらない限り、財政赤字が大きくなって問題ない」「中央銀行に国債を引き受けさせる形であれば国債も無限に発行できるため、財政赤字を心配する必

2 日本銀行法によれば、日本銀行の金融政策の責務について「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」としている。物価安定と雇用最大化という2つの責務を負う米FRBとはやや異なり、物価安定の責務を負うが、景気や雇用などの動向についての直接的な責務を負うわけではない。

要はない」とするが、あくまでも「物価の急上昇が起こらない限り」というのがその前提だ。物価上昇が起きつつある現状をみると、財政ファイナンスを容認するMMT理論の前提は当てはまらない。

ところで、昭和恐慌のさなかの、いわゆる「高橋財政」は、財政ファイナンスが成功した例とされる。この時、国債発行全額を日銀が直接引き受ける日銀引き受けによって世界恐慌のなかでこれが日本経済をいち早く立ち直らせたケインズ政策として評価されている。

だが、島（1983）³によれば、当時、高橋蔵相は、日銀引き受けについて、経済にマクロ的需給ギャップがある間の「一時の便法」と述べ、あくまでも短期的な景気押し上げ手段と考えていたようだ。島（1983）は「日銀引き受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り替えたりすることは極めて困難になる」と述べている。「一時の便法」のつもりでも、財政節度が喪失し、財政赤字が膨張するなかで、政府は財政資金の調達を日銀に依存せざるをえなくなり、日銀引き受けは一種の制度として永続してしまうと指摘している。

高橋蔵相は、景気回復を確認して1934～35年頃から財政を引き締めようとしていたようだが、軍事費拡大を唱える軍部と対立し、1936年の2.26事件の犠牲になった。高橋財政以降、国債発行は日銀引き受けに一元化された。1937年8月には無制限の国債増発への懸念から一度だけ公募による国債発行が試みられたが、これは株式市況の暴落、金融市場の逼迫を招くこととなり、国債の公募という通常の発行方法に復帰することはできなかった。そして、その後、日銀引き受けは結果として軍

事費の拡大を容認してしまった。

このように、財政ファイナンスは当初は短期的な景気押し上げ手段のつもりでも、いったん財政ファイナンスが始まってしまうと、それを正常に戻すことは非常に困難なものとなる。財政ファイナンスが円安の背景にあるとすれば、円安に歯止めがかからないのも自然なことのように思える。

ただ、ここへきて、財政ファイナンスがいくらでも修正されるのではないかという期待もないわけではない。というのは、日銀が量的引き締めを始めようとしており、その一方で、政府には、ここ数年、後ろ向きだった財政再建に取り組もうという姿勢がみえるからだ。

日銀は6月13～14日の金融政策決定会合で、国債の買い入れを減額していく方針を決定した。現在の日銀の国債購入金額は現在月6兆円程度だ。日銀保有国債の償還金額も月6兆円程度であるため、現在の6兆円購入はストックとしての日銀の国債保有金額（現在600兆円弱）をほぼ一定に保っている。

日銀が国債購入を減額すれば、日銀の保有国債は減額分だけ減る。仮に、6兆円の購入額を5兆円にした場合、日銀の保有国債は月1兆円減少、年間で12兆円減少する計算になる。したがって、ストックとしての日銀の国債保有額が減っていくという意味では事実上のQT（Quantitative Tightening、量的引き締め）になる。

日銀が金融の量的引き締めに動き始めたことに呼応してか、政府は6月に公表した2024年度の「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」で、25年度の基礎的財政収支（プライマリーバランス、利払い費を除く財政赤字）の黒字化目標を明記した。

自民党の一部からは、財政面からの景気刺

3 島謹三（1983）「いわゆる『高橋財政』について」、日本銀行、金融研究第2巻第2号

激を継続させるべきとの考えから、財政健全化を優先することに対しては反発が強い。過去2年間では「これまでの財政健全化目標に取り組む」としつつも基礎的財政収支黒字化の目標年度は明記されていなかった。「基礎的財政収支の黒字化を目指す」との目標が示されたのは、3年ぶりのことだ。

仮に、政府が財政赤字削減に取り組み、財政面での日銀依存を脱却しようという姿勢をみせる一方で、日銀も量的引き締めによって財政ファイナンスを拒否する、という構図ができあがれば、円への信認低下にも歯止めがかかることが期待できる。岸田首相の政治基盤は必ずしも安定しているとはいえず、政府の財政再建の動きが継続するかどうかは不透明だが、うまくいけば、円高要因になるとの期待もないわけではない。

4. 国際競争力低下により日本経済の将来性に疑念が生じている

歴史的な円安の背景に、国際収支のなかの、いわゆる「デジタル関連収支」などの赤字拡大による需給面での円売り・ドル買いがあるとされる場合がある。だが、その一方で、2023年の日本の投資収益収支の黒字幅は34.9兆円と巨額だ。貿易収支（2023年は6.5兆円の赤字）、デジタル関連収支を含めたサービス収支（同2.9兆円の赤字）、援助など移転収支（同4.1兆円の赤字）などは、それぞれ赤字だが、投資収益収支の黒字幅が大きいため、これらを合計した23年の経常収支は21.4兆円の大幅黒字になっている。

経常収支が黒字だということは、日本の対外純資産がその分、増加することになる。2022年末の対外純資産は418.6兆円だったが、23年末は評価損益を考えなければ440兆円程度（ $\equiv 418.6 + 21.4$ ）になる計算だ。対外純資産の利回りは7～8%程度であるため、それだ

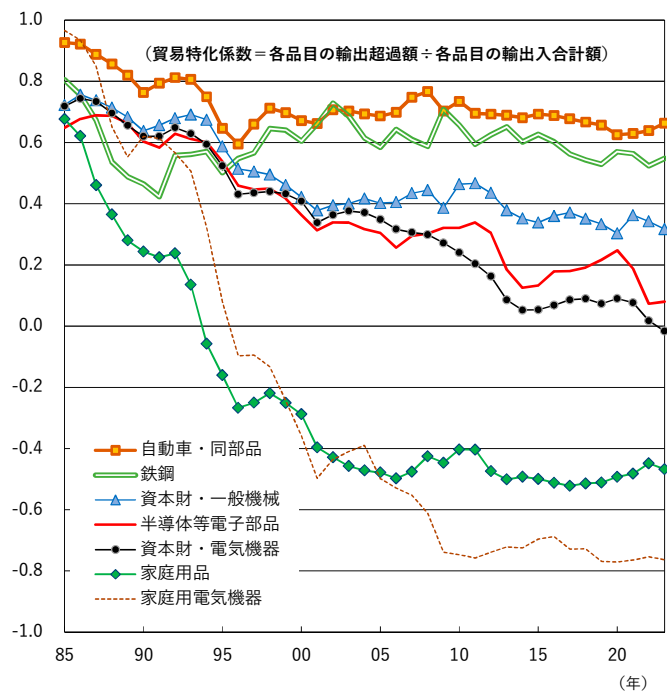
けで31～35兆円程度の稼ぎ（投資収益収支の黒字）になる計算だ。

世界の為替取引（BIS調査によれば22年4月の世界の1日当たり為替取引額は7.5兆ドル）からみても、年間5～6兆円程度（一日当たりせいぜい1億ドル程度）のデジタル関連収支の赤字が需給面から為替相場に大きな影響を及ぼすとも考えにくい。

デジタル関連収支や貿易収支の赤字が為替相場に影響するのは、需給面というより、こうした国際収支の動きが日本の国際競争力（経済ファンダメンタルズ）の強さを測る指標だからだろう。つまり、最近の日本のデジタル関連収支の赤字幅拡大、貿易収支の赤字化は、日本の産業の国際競争力が低下していることを連想させ、それが円安につながっていると考えられる。

IT産業は今や米国経済を牽引する比較優位産業で、これに対し、日本のデジタル関

（図4）主要製品の貿易特化係数



（出所）財務省「貿易統計」より作成

連収支の赤字が拡大傾向を辿っていることからみて、IT産業は日本では比較劣位産業と言わざるをえない。

では、米国のIT産業に当たる、日本の比較優位産業は何か。かつては、製造業が日本の比較優位産業だった。日本はモノ作りの国といわれ、日本製品が世界を席卷してきた。

だが、今や、多くの日本製品は1990年代までのような競争力の優位を保てていない。日本の主要輸出品の貿易特化指数をみたものが図4だ。貿易特化係数は、各商品の輸出額から輸入額を差し引いた収支金額を輸出入の合計金額で割った数値であり、プラス1に近づくほどその商品が輸出に特化し、逆にマイナス1に近づくほど輸入に特化していることになる。

これをみると、自動車、鉄鋼などの貿易特化係数は現在でも1に近く、輸出競争力の強さはさほど落ちていない。その一方で、電気機器の競争力低下が目立つ。家庭用電気機器（冷蔵庫など）の同係数は、1990年代以降、急速に低下し、2000年代以降はマイナス1に近づき、ほぼ輸入に特化することになった。半導体等電子部品の同係数も徐々に低下し、ゼロに近づいている。一般機械などの資本財についても、1980年代の同係数は0.7程度と高かったが、最近では0.3程度に低下している。

本来なら最近の円安が同係数の低下に歯止めをかけても良さそうだが、実際にはそうならない。同指数が低下傾向を続けているのはなぜか。

まず、2001年のWTO加盟を機に、中国が世界経済に組み込まれた。安い労働コストを利用した中国製品の輸出が世界を席卷することになり、中国は「世界の工場」として位置づけられるようになった。半面、日本の相対

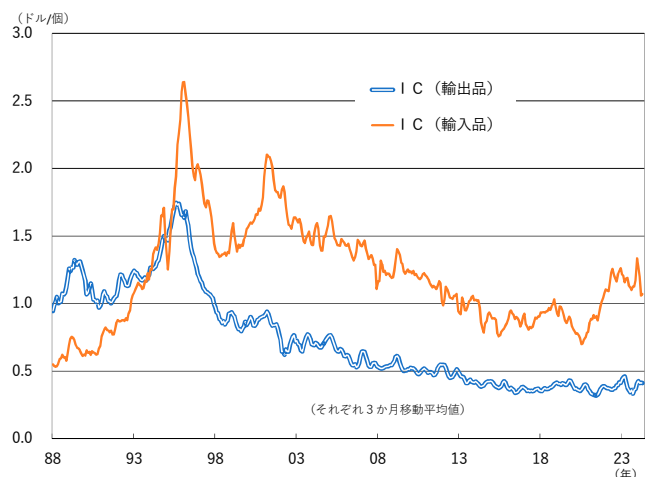
的な優位が失われた。

日本の競争力低下は中国との競争に負けた結果とも言えるが、日本側でも以下の3点が同係数を低下させる要因になったと考えられる。

第1に、貿易摩擦と1980～90年代の円高下で、多くの製造業が生産拠点を海外に移した。海外での需要は輸出ではなく、海外現地生産で対応するようになった。この結果、円安でも日本から輸出が増えることがなくなった。円安でも生産拠点を日本に戻さなかったのは、「ヒステレシス効果」⁴と呼ばれる。

第2に、円高、円安への輸出企業の対応が変わった。1980年代までは円高下にあっても、日本企業は製品の高付加価値化などで対応し、輸出を伸ばしてきた。前述した通り、日本企業は海外生産比率を高めていったが、当初は、低付加価値品の生産を徐々に海外生産に切り替える一方で、高付加価値品については国内での生産が続けられ、国内で生産された高付加価値品の輸出が増加したため、輸出はさほど減ることはなかった⁵。

(図5) IC (集積回路) の輸出入単価



(出所) 財務省「貿易統計」より作成

4 履歴効果とも呼ばれる。為替相場などの変化により経済状況が変化した後、経済状況の変化の原因であった為替相場などが元に戻っても、経済状況が元の状態に戻らないこと。

5 古金義洋 (2011) 「国内製造業は空洞化に向かうのか?」 共済総合研究第60号、JA共済総合研究所

だが、製品の高付加価値化を続けるためには技術開発のための投資を続けることが必要だ。日本製品の高付加価値化は徐々に進まなくなり、海外で標準的な製品、国内で高付加価値品を生産するという棲み分けは難しくなっている。

実際、IC（集積回路）の輸出品、輸入品の単価をみると（図5参照）、輸出品の単価が輸入品の単価を上回り、輸入品より輸出品の方が高付加価値だったと言えるのは1990年代前半までだった。その後は、輸入品の単価が輸出品の単価を上回るようになってきている。これは、日本で単価の安い標準品が作られ、海外で作られた単価の高い高付加価値品が輸入されるようになってきていることを意味する。

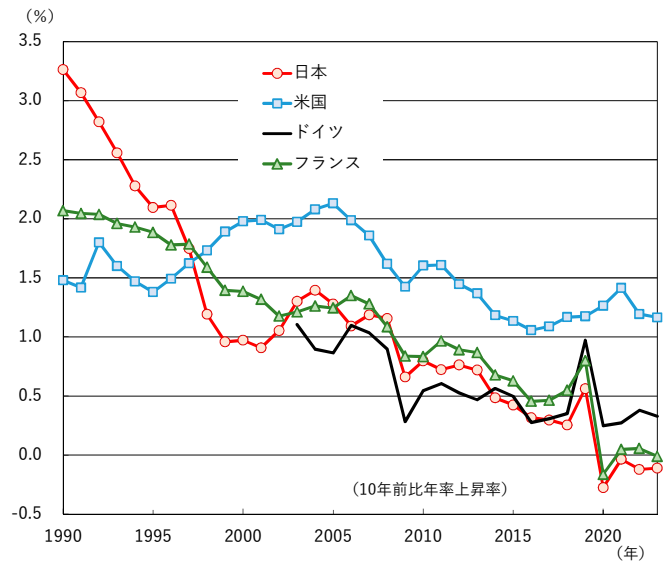
一方、円安への対応という面では、円安下での輸出企業の価格設定行動が変化した。2000年代初めの円安局面では円安によって現地での販売価格が引き下げられ、輸出数量が増加した。輸出数量を増やすために国内でも増産が必要になり、それが景気を押し上げた。しかし、2010年代以降の円安下では、現地での販売価格が引き下げられることはなく、結果として、輸出企業の収益は円安で水増し気味に増加したが、輸出数量は増えず、増産のための設備投資も少なくなった⁶。円安はむしろ起業家精神を低下させ、企業は国内での投資に消極的になったため、日本の輸出競争力を低下させた可能性も否定できない。

第3に、日本の労働生産性上昇率の低下により、そもそも日本製品の競争力が円安でも立ち行かないほどに落ち込んだ可能性がある（図6参照）。

日本の労働生産性低下は、やはり、企業が国内での設備投資を十分に行わなかったこと

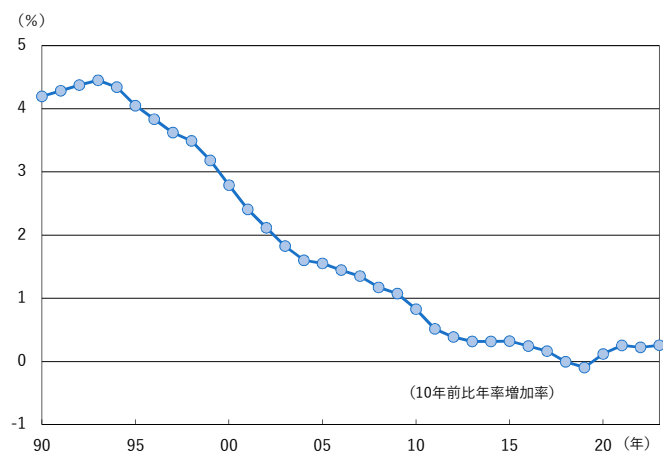
が原因と考えられる⁷。そして、設備投資の伸び悩みは、日本の人口減少による日本市場のパイ縮小への懸念、企業行動の保守化、政府の規制緩和措置の遅れなどによるものと考えられる⁸。

（図6）日米欧各国の一人当たり労働生産性上昇率



（注）労働生産性＝実質GDP÷雇用者数として計算
（出所）各国統計より作成

（図7）資本装備率（就業者一人当たり資本ストック）の推移



（出所）内閣府・総務省統計より作成

6 古金義洋（2022）「なぜ円安でも輸出が増えないのか？」 共済総研レポートNo181、JA共済総合研究所

7 古金義洋（2023）「日本の労働生産性低迷について」 共済総研レポートNo186、JA共済総合研究所

8 古金義洋（2022）「近年の国内設備投資の低迷について」 共済総研レポートNo183、JA共済総合研究所

設備投資の伸び悩みから労働者一人当たりの資本装備率はほとんど増加しなくなり（図7参照）、それが労働生産性低下の一因になったと考えられる。人口が減少傾向を辿る日本では、比較優位の考え方からすると、資本・技術集約的な産業構造を作っていくべきだが、企業が国内での設備投資に消極的で、労働者の資本装備率が高まっていかなければ、資本集約型の産業は育たない。

政府の産業政策もちぐはぐだ。観光立国政策などは比較優位の考え方に反する。観光業は代表的な労働集約型産業だ。労働力人口が減少していく日本で観光業を柱として日本が稼いでいけるとは思えない。

当局は円安に歯止めをかけるために円買い介入などを行っているが、為替介入をバックアップする財政金融政策が、本当に円安に歯止めをかけるためのものになっているかどうかという点は大いに疑問だ。しかも、これまで日本経済を牽引していた輸出産業は、円安による収益増加に満足し、積極的な投資を行ってこなかったことで、その競争力が低下している可能性がある。以上のような円安の大元の原因に手を付けない限り、円がその信認を取り戻すことは難しいかもしれない。