

歴史的な円安の背景要因について

公益財団法人 国際通貨研究所

Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

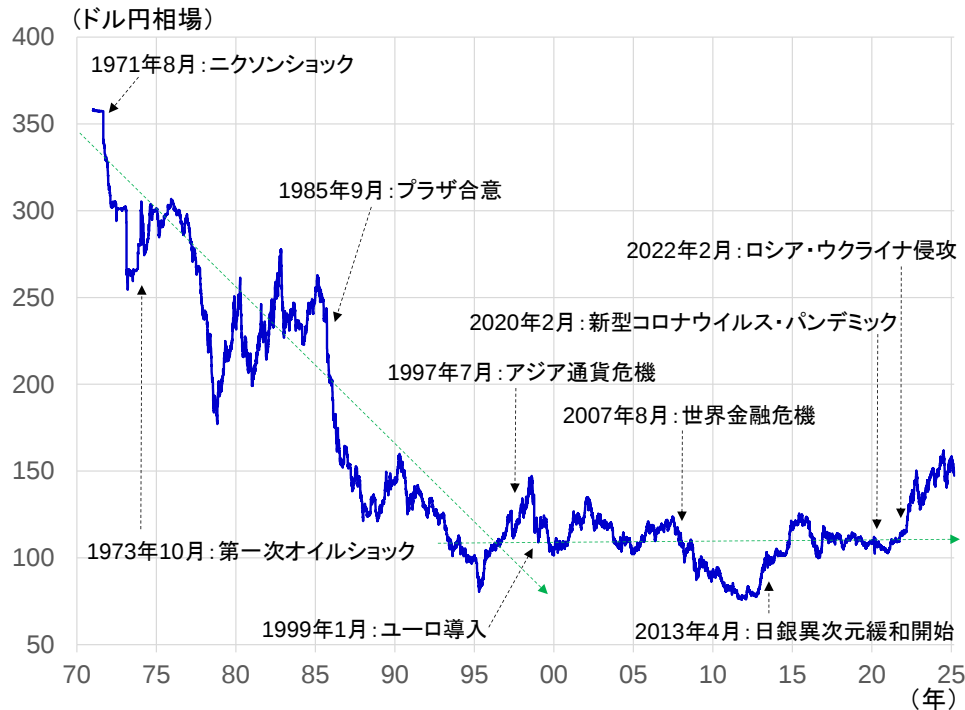
経済調査部 上席研究員 橋本将司

2025年3月24日

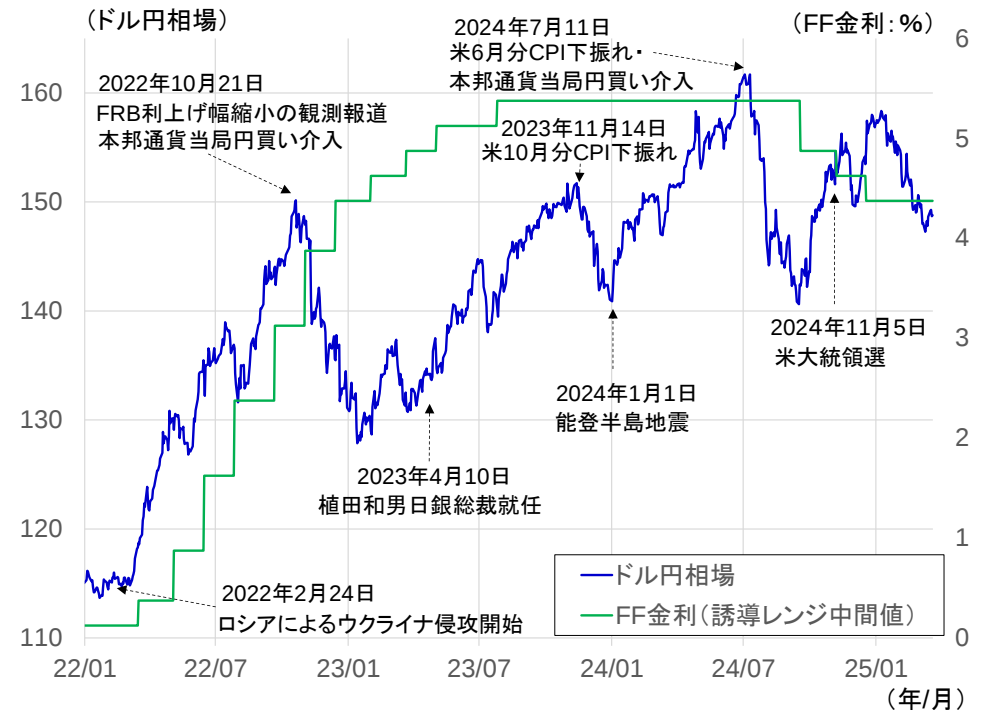
1. ドル円相場の推移	P3
2. 為替レートの変動構造と今回の歴史的な円安の背景の整理	P4
3. 構造要因①～日本の国際競争力低下による実質ベースの長期円安	P5
4. 構造要因②～(1)企業の海外進出増加で円安の景気刺激効果が低下	P6
5. 構造要因②～(2)円高と日本企業の海外進出動向	P7
6. 循環要因～日米金利差の大幅な拡大がドル高円安の主因	P8
7. 循環増幅要因①～世界的な大幅なインフレ率の上昇	P9
8. 循環増幅要因②～米経済一人勝ちのドル高	P10
9. 循環増幅要因③～期待為替レートの円安方向へのシフト	P11
10. まとめ	P12
【参考】主要通貨・新興国通貨の対ドル上昇・下落率	P13

1. ドル円相場の推移

【変動相場制移行後のドル円相場の推移】



【2022年以降のドル円相場の推移】

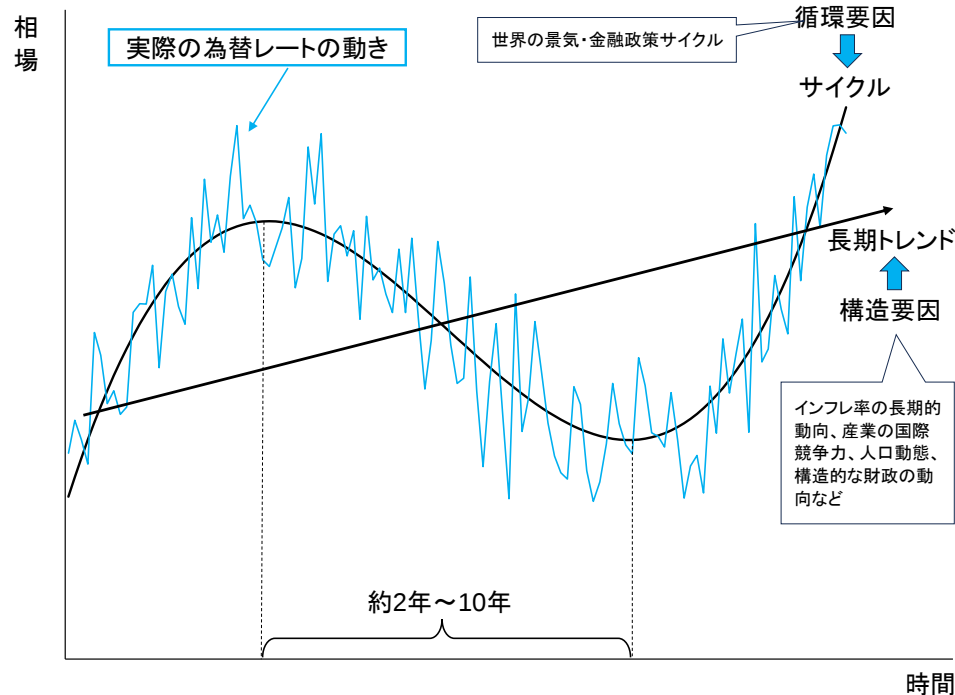


- ドル円相場は、1970年代初頭の変動相場制移行から1995年頃までは大局的にドル安円高トレンドが続いて来たが、1995年頃からは、大局的に100円～120円を中心とするレンジ相場を形成して来た。
- その後、2022年以降の大幅な円安により、この1995年以降の大局的なレンジをドル高円安方向へ上抜け、1985年以降の円安水準をつけた。

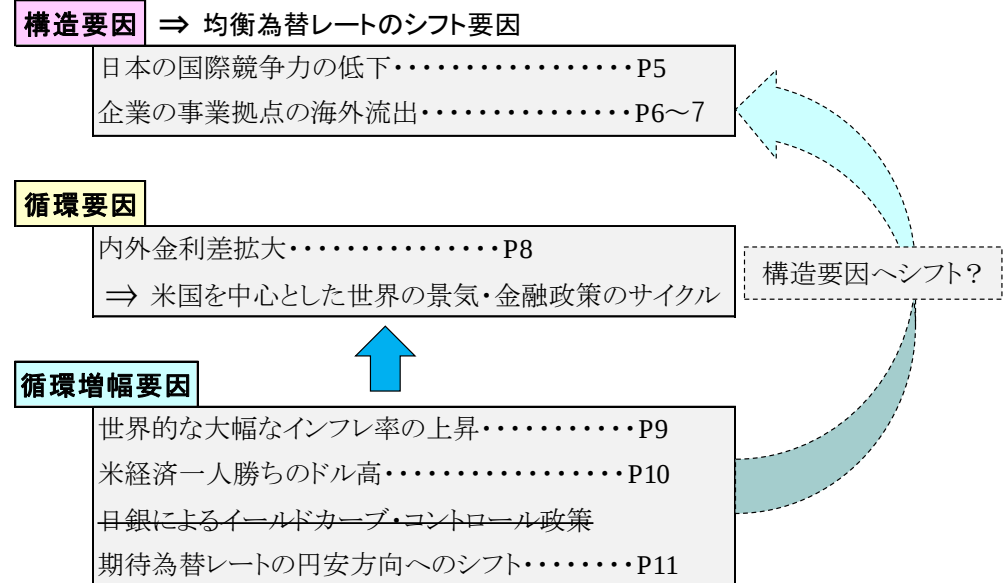
(資料)Bloomberg

2. 為替レートの変動構造と今回の歴史的な円安の背景の整理

【為替レートの変動構造のイメージ図】



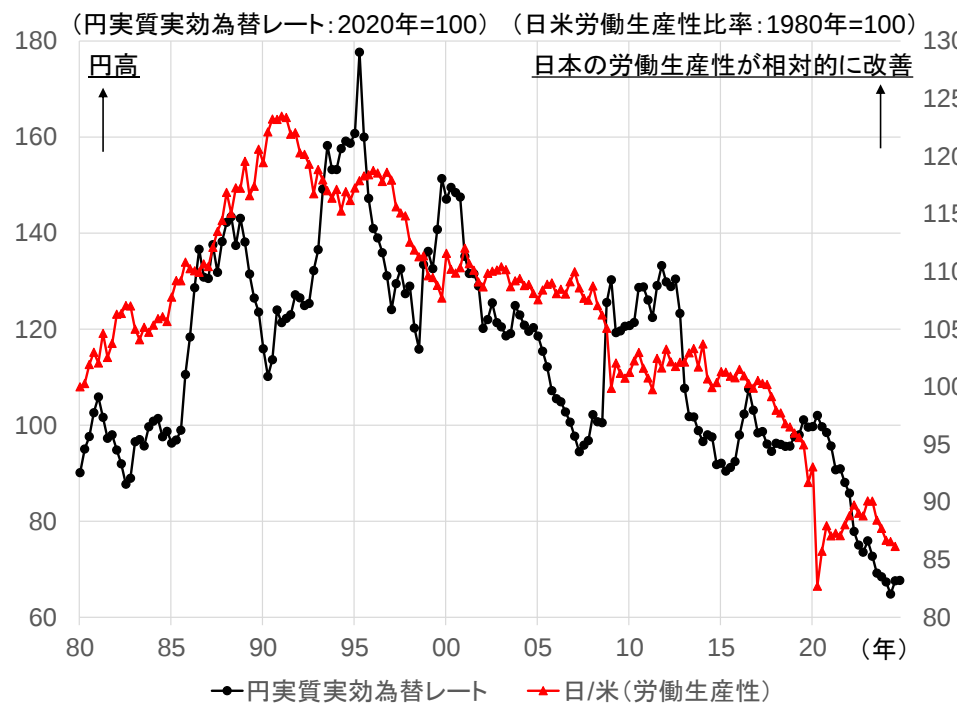
【今般の歴史的な円安の主な要因の整理】



- 為替レートの変動は、長期トレンドに影響を与える構造要因と、数年単位のサイクル的変動を発生させる循環要因に基づくと考えられる。
- 今回の歴史的な大幅な円安も、底流に構造要因を抱えつつも、主に循環要因に基づくもので、さらに循環増幅要因によってより大幅なものとなった。尚、その循環増幅要因が今後構造的なものになる可能性も浮上している。

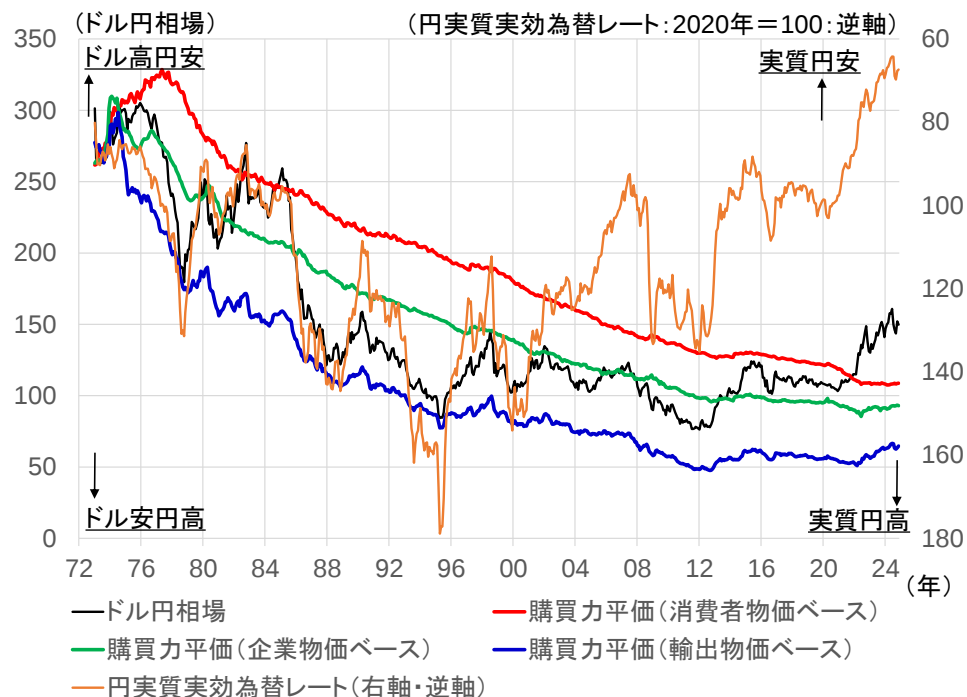
3. 構造要因①～日本の国際競争力低下による実質ベースの長期円安

【円の実質実効為替レートと日米労働生産性】



(注) 日米労働生産性は、OECD算出による就業者一人当たりGDP

【ドル円相場購買力平価と円の実質実効為替レート】

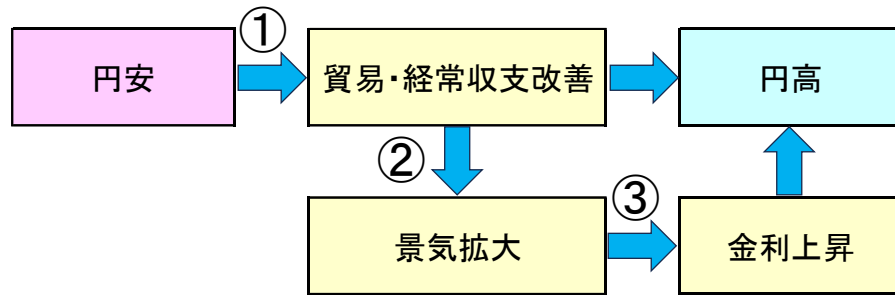


- 1990年代半ば頃からの円の実質実効為替レートの円安方向への転換は、日本の国際競争力の相対的な低下が大きな要因と考えられる。
- 1995年以降、ドル円相場が大局的なレンジ推移となっていたように、この間の名目ベースの円相場があまり円安方向へ調整しなかったため、日本の相対的なインフレ率低下が調整弁となり、競争力低下に合わせた実質ベースの円安を実現して来たとみることができる。
- 2022年以降の大幅な円安の底流には、こうした実質ベースでの趨勢的な円安があると考えられる。

(資料) Bloomberg、OECD

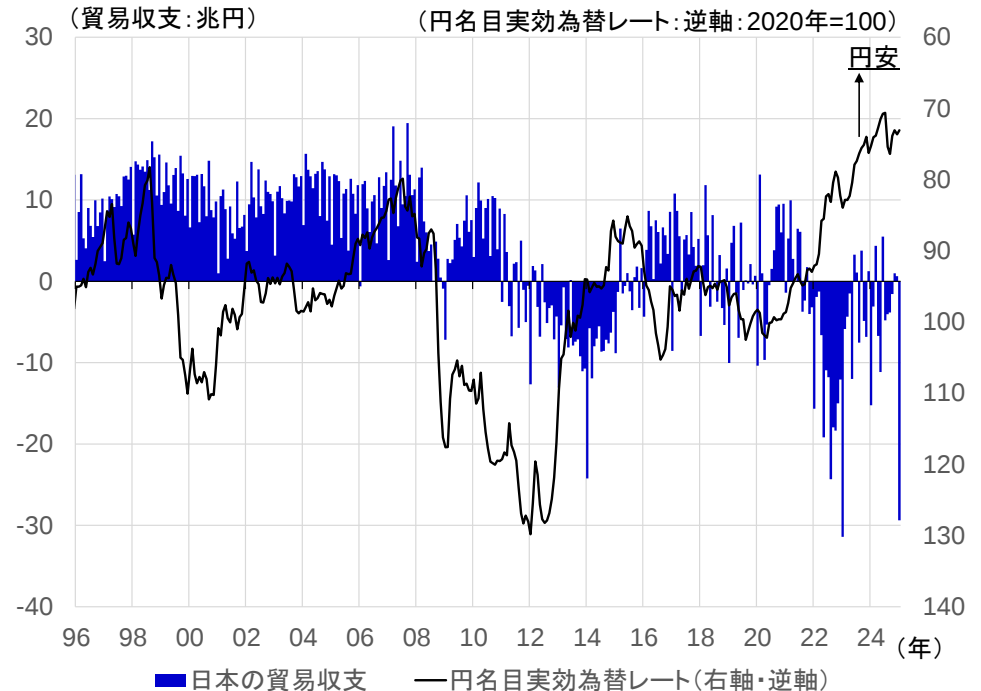
4. 構造要因②～(1)企業の海外進出増加で円安の景気刺激効果が低下

【円安→円高への調整経路における様々な目詰まり】



- ①企業の事業活動の海外進出などで円安の貿易収支改善効果が低下。
- ②貿易収支はあまり改善せず、経常収支はある程度改善しても、第一次所得収支が高いシェアを占めることなどから、国内景気刺激効果が低下。
- ③緩慢な基調インフレ率の動向などから日銀は慎重に利上げを実施。

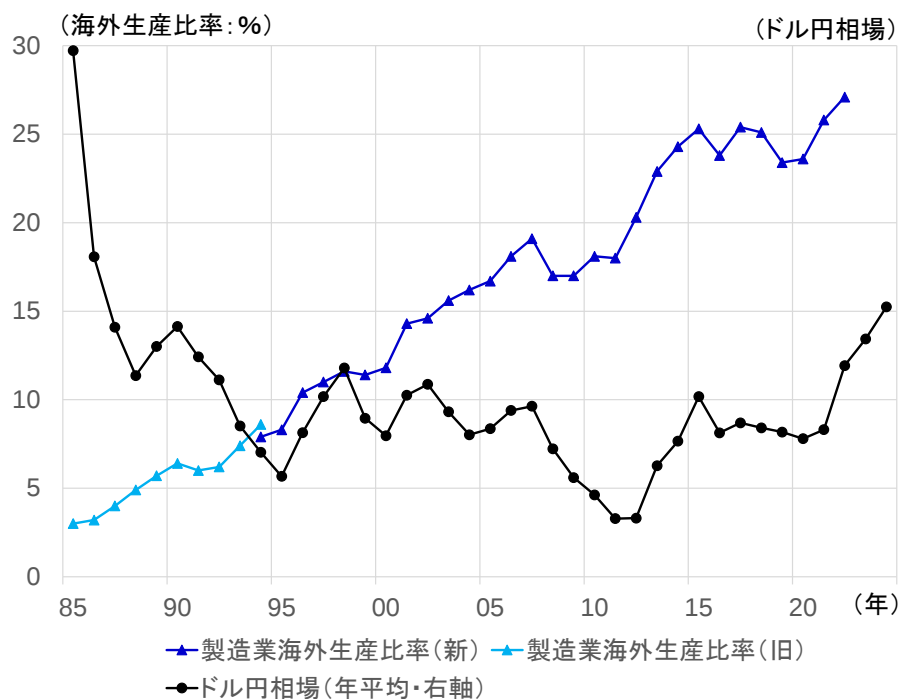
【円の名目実効為替レートと日本の貿易収支】



- 本来、円安は貿易・経常収支の改善に結びつき、直接的な円買い増加に加えて、景気拡大による金利上昇が円高方向への調整メカニズムにつながり得る。
- しかし、近年の日本では企業の事業活動の海外進出増加に伴い、円安は海外事業収益の評価益増などを通して企業の増益要因とはなっているものの、貿易収支の改善や国内設備投資・雇用の増加などの景気刺激には結びつき難くなっている。

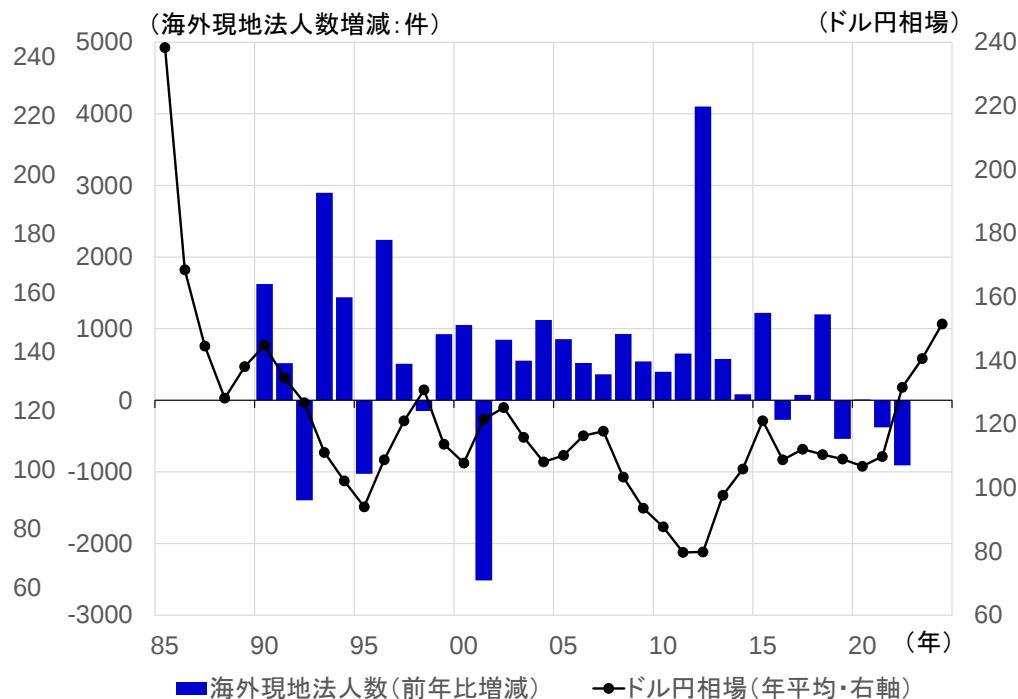
5. 構造要因②～(2)円高と日本企業の海外進出動向

【ドル円相場と日本企業製造業の海外生産比率】



(注) 製造業海外生産比率(新) = 現地法人売上高 / (現地法人売上高 + 国内法人売上高)
製造業海外生産比率(旧) = 現地法人売上高 / 国内法人売上高

【ドル円相場と日本企業の海外現地法人数の増減】

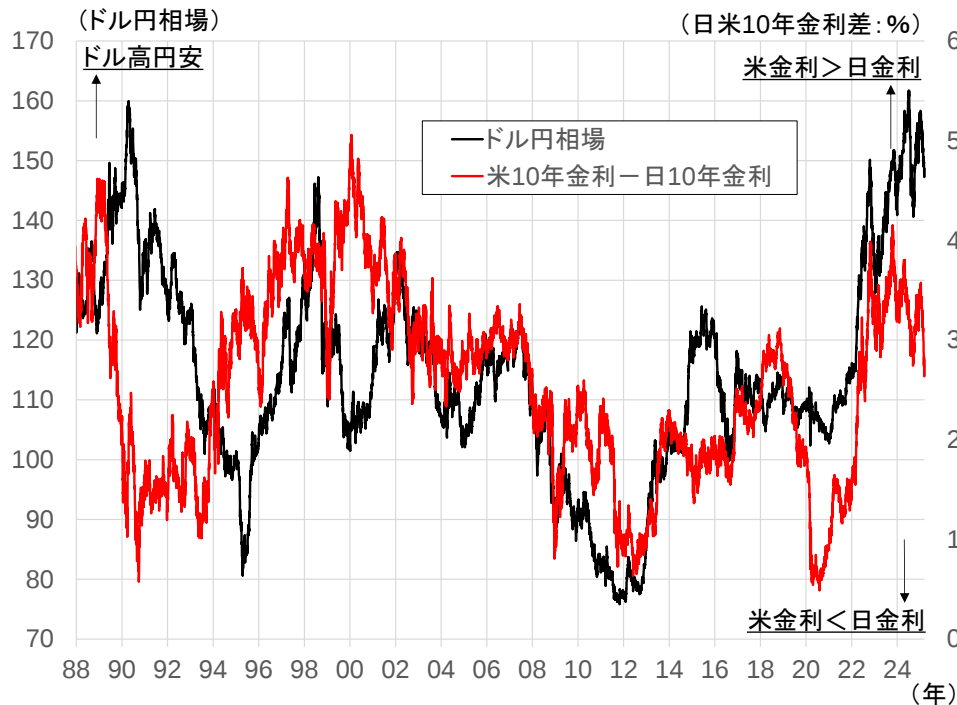


- ドル円相場の推移と日本企業の海外現地法人数の増減をみると、特にドル円相場が1ドル＝70円台をつけた2012年に現地法人数が急増しており、大幅な円高が海外進出を後押しした可能性が窺われる。
- その後、円安が進み始めた2021年～2022年は、2年連続して現地法人数は減少している。但し、製造業の海外生産比率をみると、2020年以降も上昇基調にあり、企業活動における海外事業のプレゼンスは、基本的に底堅いものがある。

(資料) Bloomberg、経済産業省「海外事業活動基本調査」

6. 循環要因～日米金利差の大幅な拡大がドル高円安の主因

【ドル円相場と日米10年金利差】



【ドル円相場と日米10年金利差(2020年～)】

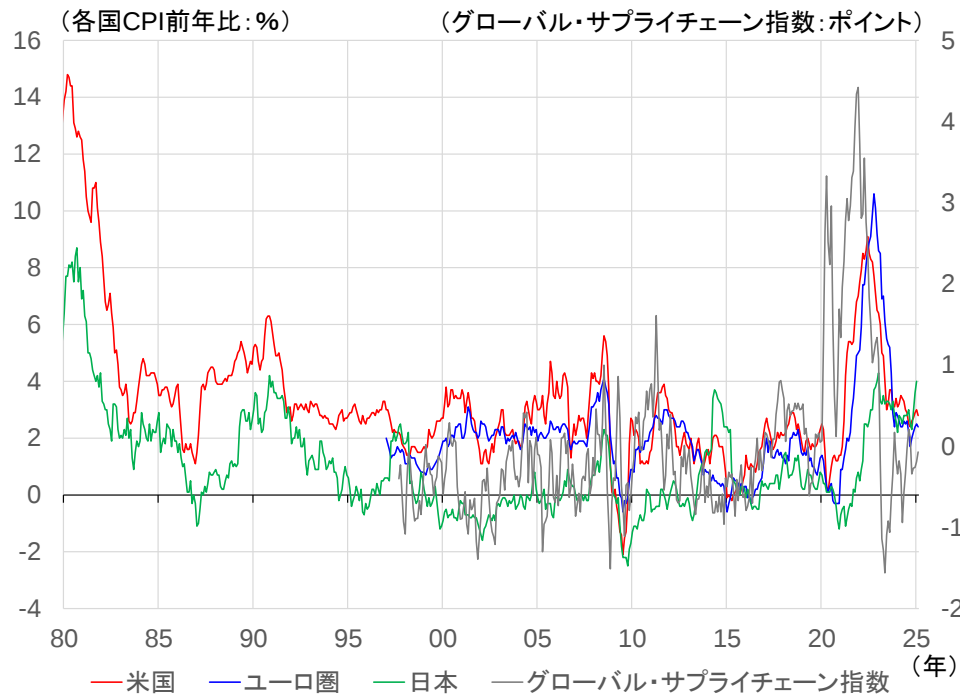


- ドル円相場の推移は、過去から日米10年金利差(米10年金利－日10年金利)の動きと一定の相関を示しており、日米金利差はドル円相場の周期的な変動の主因となって来た。
- 2022年以降の歴史的なドル高円安も、FRBの利上げ開始などを背景に、米金利が急上昇を開始し、日米金利差も大幅に拡大し始めたタイミングで発生しており、基本的には内外金利差の拡大に沿った周期的な動きとみることができる。但し、金利差以上にドル高円安方向へ上振れており、この点は次ページ以降の循環増幅要因の影響と整理できる。
- FRBが利下げに、日銀が利上げにそれぞれ転じる中、日米金利差が縮小方向に推移しており、ドル円相場も既に頭打ち感がみられている。今後日米金利差がどこまで縮小するかが、ドル安円高への推移の深度に影響しよう。

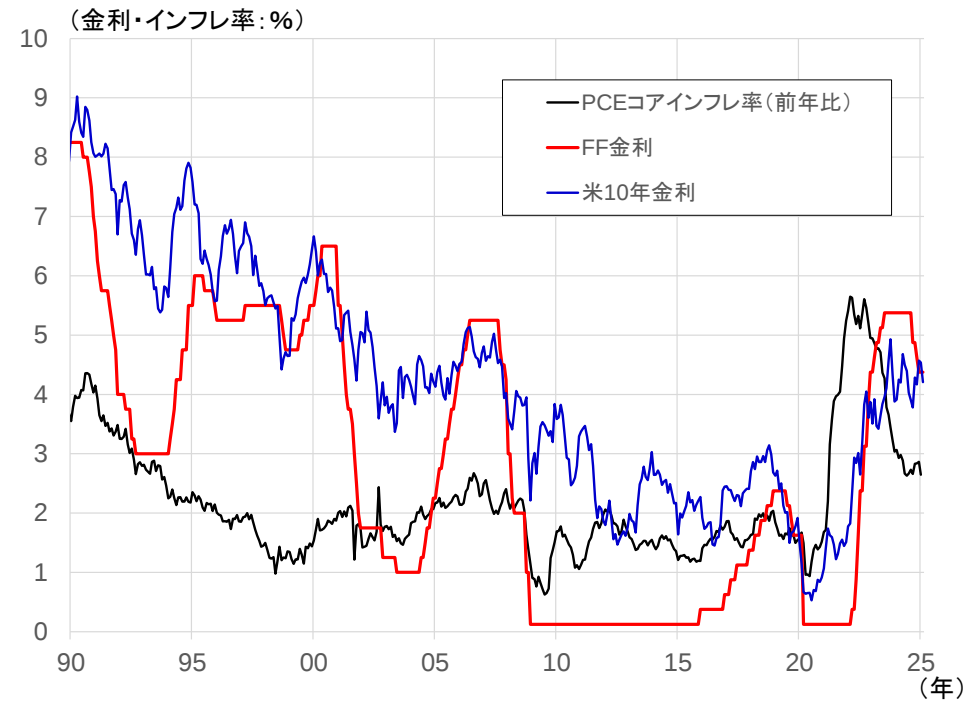
(資料)Bloomberg

7. 循環増幅要因①～世界的な大幅なインフレ率の上昇

【主要国インフレ率とグローバル・サプライチェーン指数】



【米インフレ率と米金利の動向】

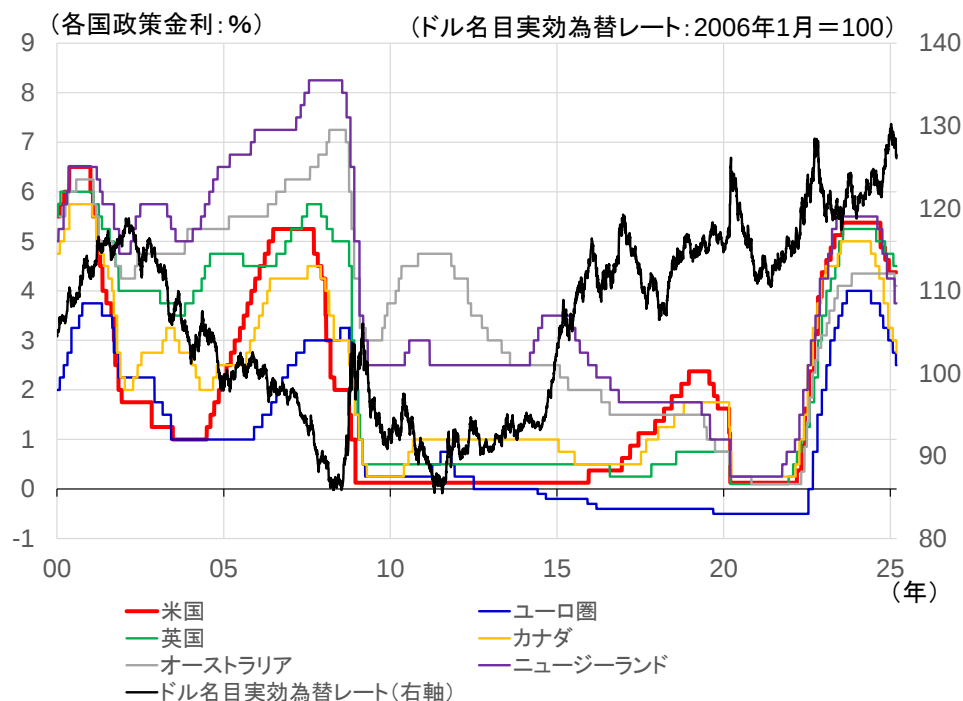


- 2022年以降、コロナ・パンデミックやウクライナ紛争を受けた供給網の混乱などから、主要国のインフレ率は数十年来の水準まで大幅に上昇。これに伴いFRBを始めとした主要国中銀は、その抑制を図るため、より大幅な利上げに迫られた。
- 1990年代以降のグローバル化の下で世界的にインフレ率・長期金利が低位安定傾向にあった中では、内外金利差が一定以上拡大せず、円相場も一定の水準で推移してきた。しかし、インフレの時代到来の可能性を受けて、依然として経済の停滞感が強く公的債務残高も大きい日本(日銀)が、FRBなど主要中銀による大幅な利上げに追随できないとの見方が、金利差以上の円安につながり、循環増幅要因となった可能性がある。
- 今後グローバル化の後退やトランプ政権の政策などにより、インフレ率が高止まりするリスクも浮上しており、循環増幅要因が構造要因となれば、円安の長期化につながり得る。

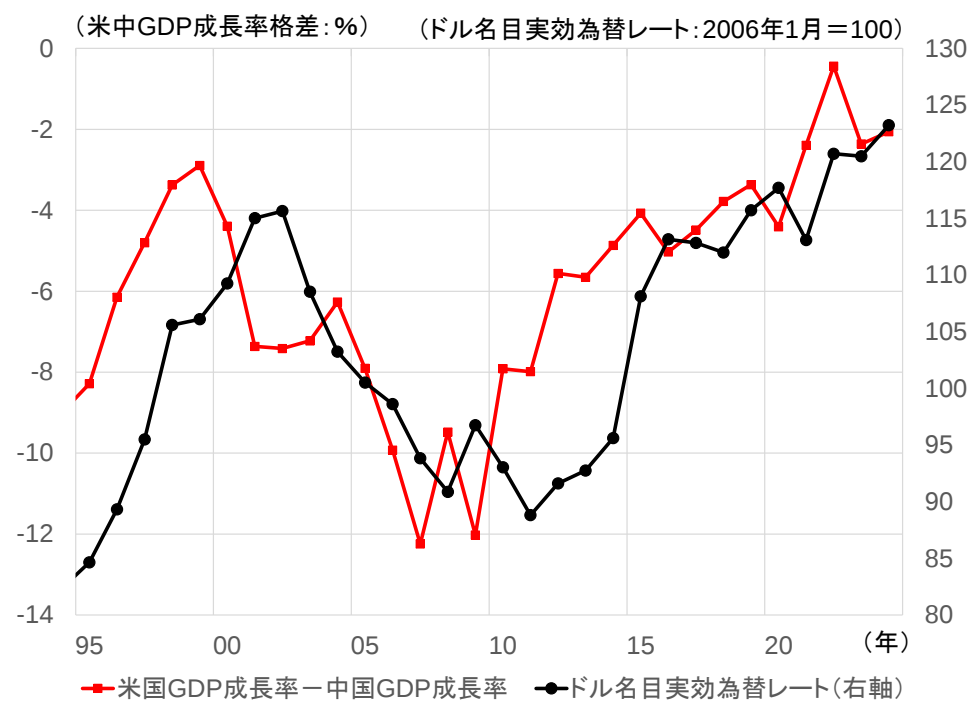
(資料) Bloomberg

8. 循環増幅要因②～米経済一人勝ちのドル高

【主要国政策金利とドル名目実効為替レート】



【米中GDP成長率格差とドル名目実効為替レート】

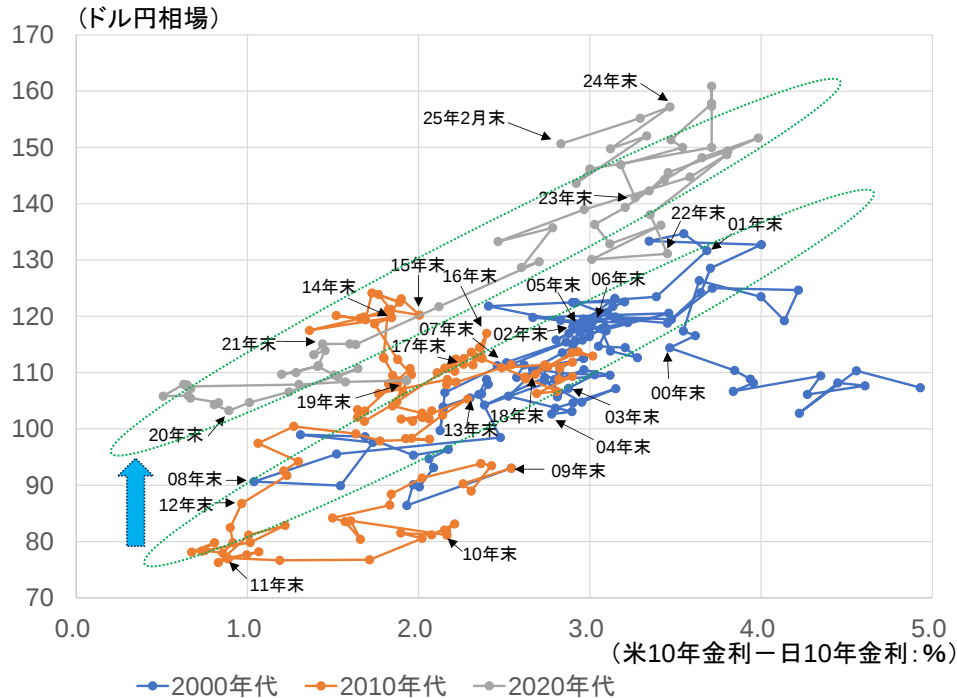


- 米経済は2007年の世界金融危機からいち早く回復し、IT産業の好調などを牽引役に相対的に堅調に推移。主要国の政策金利の推移をみると、2015年頃からかつてに比べて米金利は相対的に高い推移となっている。
- また、2010年代以降の中国経済の高成長の終焉や近年の停滞が、中国経済への依存度が高い欧州や資源国・新興国の経済に影響を与えていることも、米経済の相対的な底堅さにつながっている。
- こうした状況を背景に、ドルは2010年代以降、大局的な上昇局面にある。ドル円相場の歴史的な上昇の背景の1つには、こうしたドル高もあり、低金利通貨である円の下落を増幅させた循環増幅要因ともなった。米国の潜在成長率が高まっている可能性も指摘されており、循環増幅要因から構造要因へシフトする可能性も浮上している。

(資料) Bloomberg、IMF

9. 循環増幅要因③～期待為替レートの日安方向へのシフト

【ドル円相場と日米10年金利差(月次)】



【金利平価式】

$$i = i^* + \frac{E - e}{e} - r$$

<国内運用収益率>

<海外運用収益率>

カバー無し金利平価式(UIP)

i: 自国金利、i*: 外国金利、

e: 自国通貨建て為替レート(この値の上昇は自国通貨安・外国通貨高)

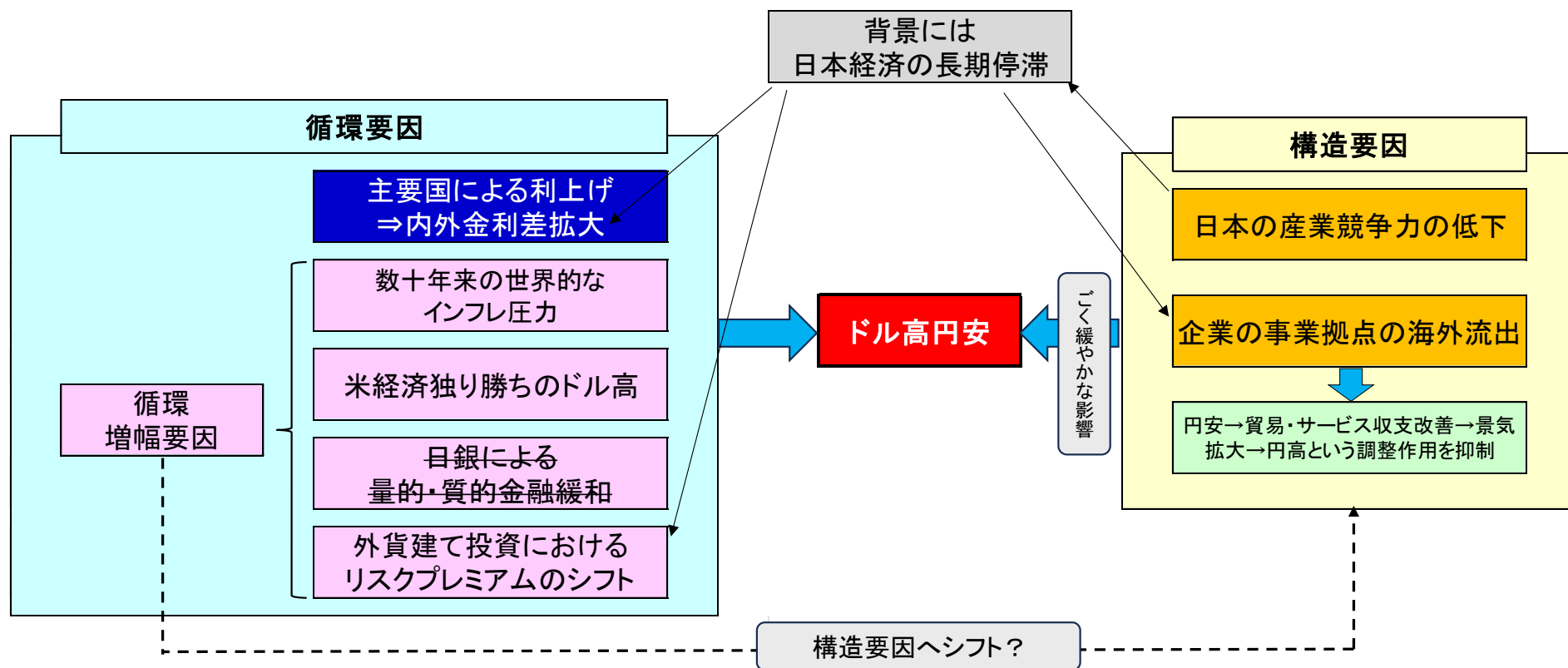
E: 自国通貨建て為替レートの予想値、

r: 外貨建て投資に求められるリスクプレミアム

- 2000年代以降のドル円相場と日米10年金利差(米10年金利-日10年金利)の月次データを散布図でみると、両者の間には大局的に金利差拡大→ドル高円安という順相関の関係がある。
- 一方、一定の金利差に対するドル円相場の水準は、2000年代から2020年代にかけてドル高円安方向へシフトしており、内外金利差の拡大と共に今回の歴史的な円安の要因となった。
- 市場が織り込む期待為替レートの日安方向へのシフトや外貨建て資産投資に対するリスクプレミアムの低下などを示唆しており、これが今後構造的に定着する可能性も浮上している。

(資料)Bloomberg

【今回の大幅な円安の全体的な構図】



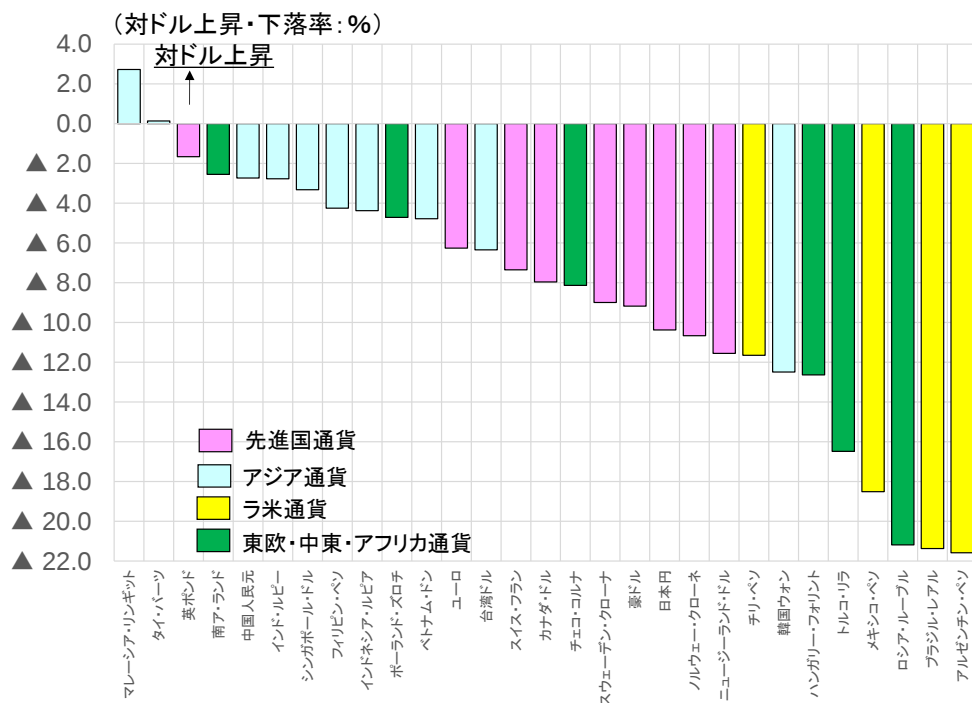
- 今回の大幅な円安の背景には、主要国中銀による利上げという循環要因を主因に、構造要因による緩やかな円安圧力、そして世界的なインフレ圧力などの循環増幅要因があったが、その循環増幅要因が構造要因ヘシフトしつつある可能性も浮上しており、その場合円相場の変動レンジも円安方向ヘシフトすることにつながる。
- 今回の歴史的な円安の背景には、日本経済の長期停滞があるが、円安は企業収益や事業活動にとってプラスの面もあるとされる。今回の円安が、長期的に産業競争力や企業の海外事業活動へのプラスの影響を通して、日本経済にどのような調整作用を及ぼすかが注目される。

(資料)筆者作成

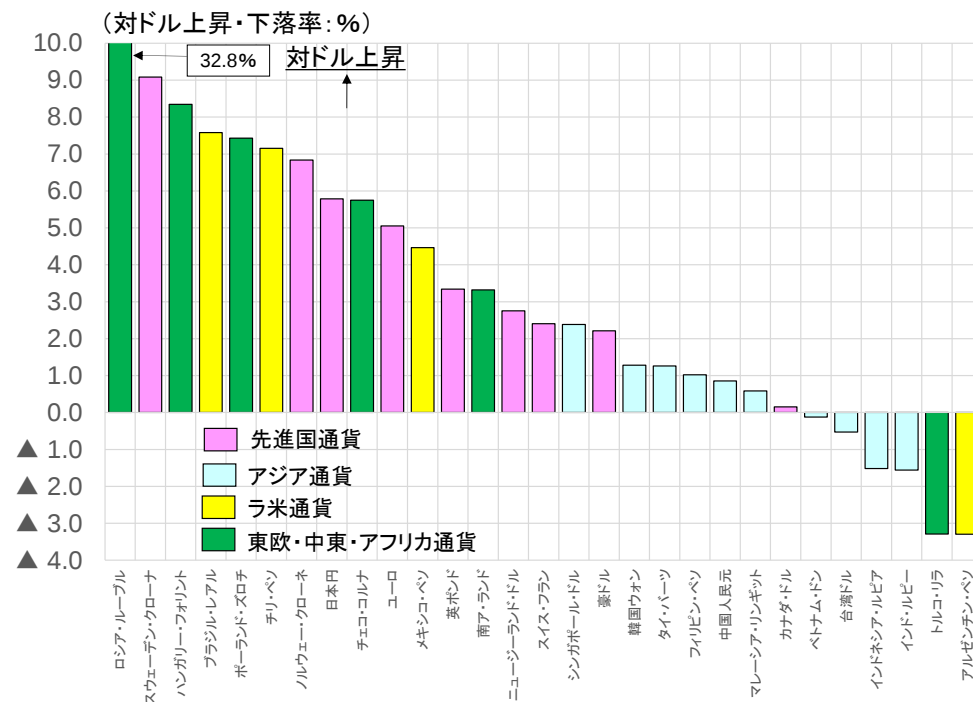
【参考】 主要通貨・新興国通貨の対ドル上昇・下落率



【2024年の主要通貨・新興国通貨の対ドル上昇・下落率】



【2025年の主要通貨・新興国通貨の対ドル上昇・下落率】



(注)3月14日時点

- 2024年は全般的にドル高。アジア通貨が底堅く、ラ米通貨や一部東欧通貨が軟調。
- 2025年はこれまでのところドルが軟調。ロシア・ルーブルの他、東欧通貨やラ米通貨が底堅い。日本円も持ち直し基調。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋本2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>