

2022年11月25日 全6頁

2023年は円安よりも円高リスクに注意

日米の生産性格差拡大が最近の円安ドル高に及ぼした影響は限定的か

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
シニアエコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 小林 若葉
エコノミスト 岸川 和馬

[要約]

- ドル円レートの先行きを考えるため、過去の米国の利上げ局面におけるドル円レートと日米金利差の関係を定量的に整理した。利上げが終了に近づくと、ドル円レートに対する金利差の影響度や感応度は小さくなる傾向が見られる。今回は2023年中に利上げが終了する可能性が高まっており、そうなれば、ドル円レートは金利差以外の経済の基礎的諸条件(ファンダメンタルズ)などの影響も受けて変動するようになるとみられる。
- バラッサ・サミュエルソン効果を背景に、日本の製造業の競争力低下が今回の円安ドル高を招いたとの指摘がある。だが、2010年代以降の日米の生産性格差は比較的安定しており、最近の円安ドル高に及ぼした影響は限定的と考えられる。為替市場関係者などがしばしば注目する購買力平価に照らせば、現在は大幅な円安水準にある。とりわけ米国が深刻な景気後退に陥る場合、円キャリー取引の巻き戻しもあり、円高ドル安が急速に進む可能性がある。2023年は円安よりも円高のリスクに注意する必要があるだろう。
- 円安を是正するため日本銀行に対して利上げを求める声が聞かれるが、2%の物価安定目標の達成を見通せるような状況にはなく、当面の間は金融緩和を継続することが望ましい。マクロモデルを用いて試算すると、円安是正のために日本銀行が利上げを行うことは経済への悪影響の方がはるかに大きく、経済的合理性は見出しにくい。金融政策の見直しは為替ではなく賃金の動向に大きく左右され、当面は2023年春闘での賃上げ率が注目される。

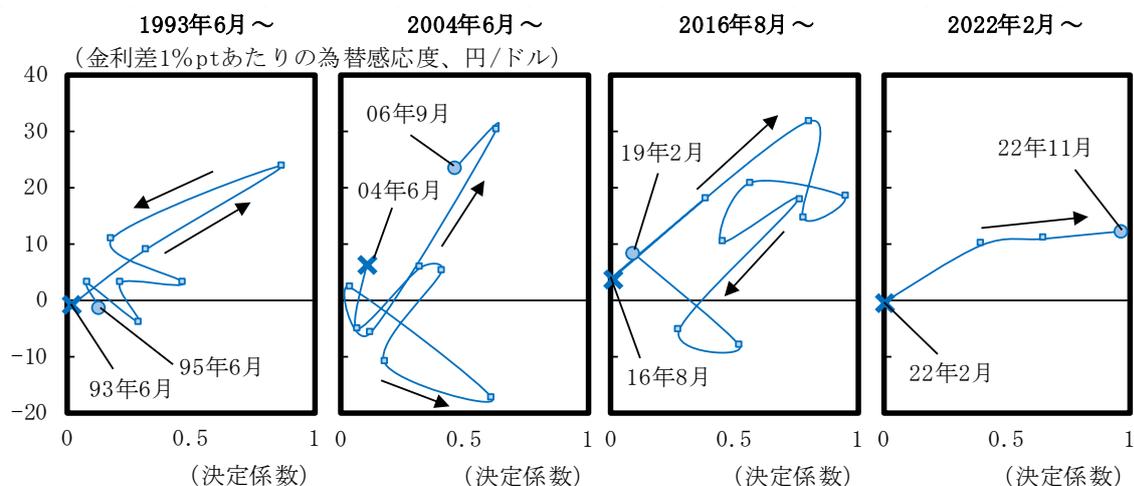
1. 円安ドル高基調は 2023 年中に転換する可能性

米国で利上げの終了が近づくと日米金利差による円安ドル高圧力は大幅に低下

2022 年 3 月上旬で 115 円/ドル程度だったドル円レートは、10 月に一時 150 円/ドルを超えるなど円安ドル高が急速に進んだ。その後は米国のインフレに鈍化の兆しが見られたこともあって円高が進み、直近では 140 円/ドル付近にある。わずか半年で 30 円前後も進んだ今回の円安ドル高は、米連邦準備制度理事会（FRB）が大幅な利上げを進める一方で日本銀行は金融緩和策を継続していることから日米金利差が拡大し、円売りドル買いが加速したとみられる¹。

ドル円レートの先行きを考えるため、過去の米国の利上げ局面におけるドル円レートと日米金利差の関係性を整理した結果が**図表 1**である。ここではドル円レートを日米の 10 年債利回り格差で回帰するローリング推計を 3 カ月間隔で行い、過去に米国で大幅な利上げが実施された 4 つの局面について整理した。米国での利上げの本格開始の 3 カ月前（図中「×」印）から利上げ停止（図中「○」印）までの期間を掲載している。図表の横軸は決定係数（ドル円レートの変動のうち日米金利差で説明できる割合）で、縦軸は日米金利差とドル円レートの感応度（金利差が 1%pt 変化したときのドル円レートの変動幅）を表す。

図表 1：米利上げ局面における日米金利差とドル円レートの感応度および決定係数



(注) 金利差 1%pt あたりの為替感応度は、10 年債利回りの差に対する名目為替レートの感応度。感応度および決定係数は、1986 年 7 月から 2022 年 11 月までの週次データを用いたローリング推計（ウィンドウ期間 26 週間、ステップ期間 13 週間）による推計結果。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、BEA、BLS、FRB、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 日米金利差を背景とした円キャリー取引（低金利通貨の円を借りてドル建て資産に投資する取引）も円安ドル高を助長した一因とみられる。2022 年における円キャリー取引と主要な株価指数における投資収益率を機械的に試算すると、円キャリー取引の収益率は大幅なプラスである一方、株価指数ではマイナスのケースが多い。円キャリー取引が活発だったといわれる 2005～07 年では、円キャリー取引と主要な株価指数で投資収益率に大差はなく、いずれもプラスであった。今回は主要国の中で日本の政策金利の低さが際立つことに加え、収益性の高い投資先が少なくなったことから、グローバルな投資・投機資金は円キャリー取引に向かいやすかったと考えられる。

分析結果を見ると、いずれの局面においても利上げの本格開始前は感応度も決定係数も低い。この局面では為替市場で金利差がさほど注目されなかったり、金利差による裁定取引がすでに進んでいたりするために、金利差が為替に与える影響は小さいようだ。

米国で利上げが始まると、多くの局面で図表中の点が右上へとシフトしている。市場で金利差が注目されることで為替に与える影響が大きくなり、連動性も高まったとみられる。そして利上げの終了が近づくと、図表中の点は左下へとシフトする傾向が見られる。2000年代半ばの利上げ局面では、利上げ終了時でも決定係数や感応度が高止まりしているが、その3カ月後には大幅に低下した。米国の金利先高観がなくなり、為替市場参加者の間で金利差が円売りドル買いの材料として重視されなくなったためであろう。

今回の利上げ局面では決定係数がすでに1近くまで上昇している（**図表1**）。2022年の米国では通常のペースを大幅に上回る利上げが進められており、過去の利上げ局面の初期と比べても金利差が為替市場でより重視されている様子が見て取れる。だが、足元では米国のCPIの伸び率が緩やかながらも低下方向にあり、高インフレの主因である賃金上昇率にも頭打ちの兆しが見られる。賃金・物価見通しの上振れや高止まりのリスクはあるものの、2023年中に利上げが終了する可能性が高まっている。そうなれば、金利差が為替に与える影響は弱まり、ドル円レートは金利差以外の経済の基礎的諸条件（ファンダメンタルズ）なども反映して変動するようになるとみられる。

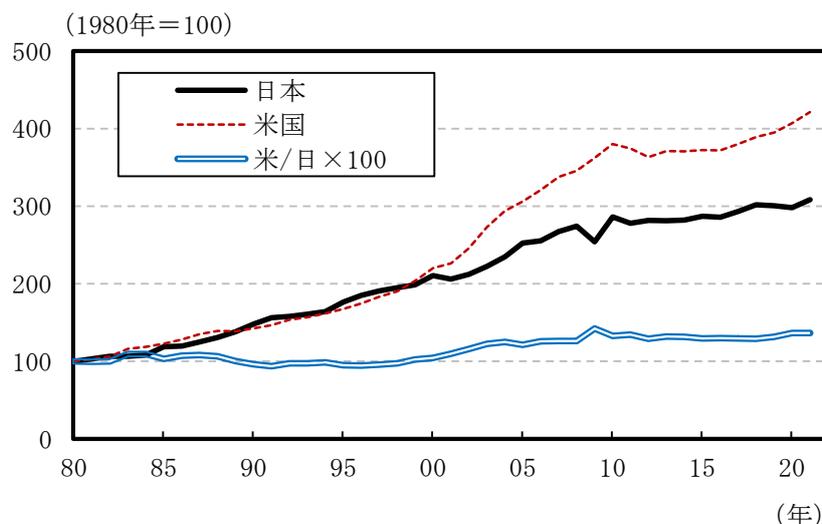
今回の円安における日米の生産性格差拡大の影響は限定的か

ファンダメンタルズの観点からは、日本経済の長期停滞や製造業の競争力の低下が今回の円安ドル高を招いているとの指摘がある。これは「バラッサ・サミュエルソン効果」に基づくものだ。貿易財部門の生産性上昇率が非貿易財部門のそれよりも十分に高い国では、一般物価が外国に比べて上昇し、実質為替レートが増価する効果を意味する。先進国と途上国との間で生じている物価水準の格差や、高度経済成長期の日本において円高圧力がかかりやすかったことなどを説明することができる。

バラッサ・サミュエルソン効果が最近の日本に当てはまるかどうかを検討するため、貿易財部門に相当する製造業の労働生産性を日米比較したのが**図表2**である。労働生産性は日米ともに長期的に上昇を続ける中で2000年代に生産性格差が拡大した。しかし2010年代から直近の2021年までは生産性格差が比較的安定している。また滝澤（2020）²によると、2010～17年における日米サービス業の生産性格差は概ね横ばいであった。こうしたことから、日米間の労働生産性上昇率の違いが最近のドルレートの変動に及ぼした影響は限定的だった可能性が示唆される。

² 滝澤美帆「産業別労働生産性水準の国際比較」（日本生産性本部 生産性レポート Vol.13、2020年5月）

図表 2 : 日米製造業の労働生産性の比較



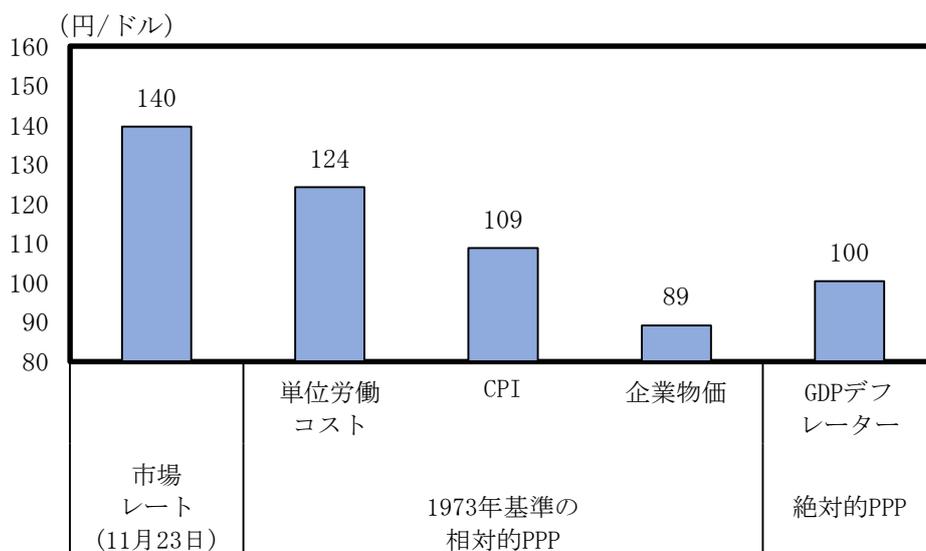
(注) 労働生産性はマンアワーベース。日本の2021年は試算値（総労働時間を他統計から試算）。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

2023年は円安よりも円高のリスクに注意する必要

為替市場関係者などが注目する代表的な為替理論の1つに購買力平価（PPP）がある。PPPでは、為替相場は短期的には様々な要因で変動するが、長期的には二国間の購買力が等しくなる水準へと収束すると考えられている。PPPは算出方法などによって結果が変わるため、**図表3**では複数のPPPを示したが、直近のドル円レートは各種PPPよりも大幅な円安水準にある。為替市場関係者の関心が日米金利差からPPPなどに移れば、円高ドル安圧力は次第に高まるだろう。とりわけ米国が深刻な景気後退に陥る場合、円キャリー取引の巻き戻しもあり、円高ドル安が急速に進む可能性がある（米国の深刻な景気後退リスクと日本経済などへの影響については当社の「[第215回日本経済予測](#)」（2022年11月21日）の第3章を参照）。米国の金利先高観が解消するとみられる2023年は、円安よりも円高のリスクに注意する必要があるだろう。

図表 3 : ドル円レートと各種購買力平価 (PPP)



(注) 絶対的 PPP は OECD による 2021 年の推計値。個々の財・サービスについて算出された絶対的 PPP を GDP に対応する支出額で加重平均したもので、GDP デフレーターに相当する。相対的 PPP のうち単位労働コストベース PPP は 2022 年 7-9 月期、CPI、企業物価ベース PPP は 10 月のデータ。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、BEA、BLS、FRB、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

2. 円安が日銀に金融政策の見直しを迫る？

円安対策としての利上げは考えにくいが高まれば金融緩和策の見直しへ

大幅に進んだ円安ドル高を是正するため、日本銀行に対して利上げを求める声が聞かれる。だが、日本銀行法では金融政策の目的について、「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」と明記されている。日本銀行が利上げを行うかどうかは、物価の基調が第一義的に重要だ。

物価の基調を見る上で一般に注目されるコア CPI、単位労働コスト、GDP デフレターの動きを確認すると (図表 4)、コア CPI 上昇率は急速に高まる一方、賃金面からの物価上昇圧力を表す単位労働コストは感染拡大後に概ね横ばいで推移している。GDP デフレターは前年割れが続いており、輸入物価の上昇分を国内価格に十分に転嫁できていない。米国ではこれら 3 つの指標の上昇率がいずれも高まっている。また内閣府と日本銀行が推計した直近 (2022 年 4-6 月期) の需給ギャップを見ると、いずれも需要不足を示唆している。2%の物価安定目標の達成を見通せるような状況ではなく、当面の間は金融緩和を継続することが望ましいといえる。

それでも仮に日本銀行が利上げを行うとすれば、円安の是正 (円高) による輸入コストの減少という経済へのプラスの影響が、利上げによるマイナスの影響を上回ることが少なくとも必要だろう。一般に、利上げは国内の民間投資や耐久財消費などを減少させるだけでなく、通貨高を通じて輸出を減少させる。そこで、円高でも輸出が減らず、輸入コストだけが減少するという「良い円高」ともいえる状況を想定し、1%pt の利上げが国内要因と為替要因を通じて実質 GDP

に与える影響を当社のマクロモデルで試算した結果が**図表 5** である。円高によるマイナスの国内要因はプラスの為替要因を大幅に上回り、マクロで見れば利上げを実施する経済的合理性は見出しにくい。

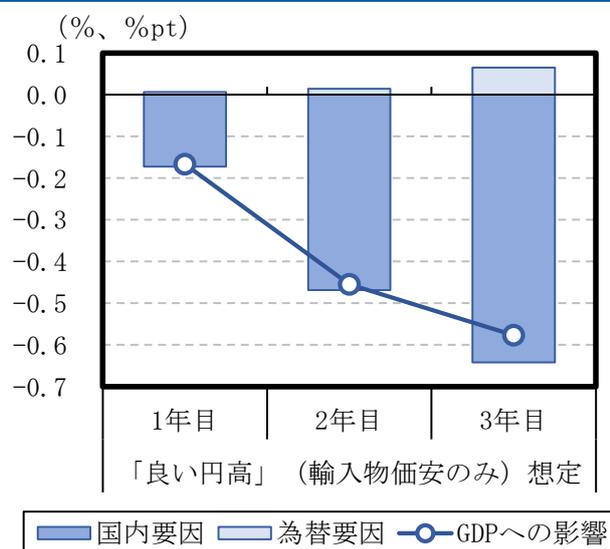
日本銀行の金融政策の先行きを占う上では賃金の動向が重要だ。足元ではCPI 上昇率が3%台に乗り、企業収益は高水準で、労働需給も逼迫している。こうしたことから、2023 年春闘に向けては労使ともに賃上げに前向きな姿勢を示している。大幅な賃上げ率を実現すれば、これまでの「コストプッシュ・インフレ」から、賃金と物価の循環的な上昇を伴う持続性の高い「デマンドプル・インフレ」への転換が一層進む可能性がある。欧米を中心に世界経済の先行き不透明感が強まる中、当面は 2023 年春闘での賃上げ率がどの程度引き上げられるかが注目される。

図表 4：日本のコア CPI・単位労働コスト・GDP デフレーターの変移



(注) 単位労働コスト=名目雇用者報酬÷実質 GDP (出所) 内閣府、総務省より大和総研作成

図表 5：「良い円高」局面での利上げの影響



(注) 円高によって輸出が減少しない一方で輸入物価は低下すると想定。政策金利を 1%pt 引き上げたときの実質 GDP への影響を大和総研短期マクロモデルで試算した結果。

(出所) 各種統計より大和総研作成