

2024年6月3日 全4頁

円安進行で高まるインフレリスクと金融政策への示唆

160円/ドル超ならインフレが加速。国債買入柔軟化・減額が最有力

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 中村 華奈子

[要約]

- 円安が大幅に進む局面において、企業は販売価格をより積極的に引き上げる傾向があり、インフレ率は非線形的に高まる可能性がある。こうした企業行動を考慮したモデルで推計すると、先行きのドル円レートが160円超で推移する場合、インフレ率の上振れリスクが急速に高まる。
- 物価の上振れリスクが高まる場合、实体经济に強さが見られない中で日本銀行（日銀）が短期金利を引き上げれば、賃金・物価の循環的な上昇の芽を摘みかねない。この点、長期金利は短期金利に比べて為替レートへの影響が大きく、实体经济への影響は小さい。日銀は国債購入ペースの柔軟化または購入額の減額によって長期金利を上昇させることで、景気への悪影響を抑えつつ、インフレ率の上振れリスクに対応することができらるだろう。

為替レートの変動が物価に与える影響と金融政策面での対応策

為替レートが大きく変動している。2024年初に1ドル140円前半であったドル円レートは、4月29日に一時160円/ドルを超えるなど、急速な円安が進んだ。だがその後、政府・日本銀行（日銀）が為替介入に踏み切ったことで、ドル円レートは一時153円/ドル台まで急騰した。足元では、緩やかな円安が進んでいるが、先行きの不確実性は依然大きい。

こうした状況の中、円安に対する政策対応への関心が高まっている。為替政策は日銀ではなく政府の管轄事項だ。しかし、円安が基調的なインフレ率を押し上げる蓋然性が高まれば、物価安定目標の達成のため日銀も対応に迫られるだろう。

そこで、為替レートの変動がインフレ率に与える影響を整理したうえで、日銀が取り得る手段を検討する。

160円/ドルを超える円安はインフレ率を非線形的に押し上げ

円安が大幅に進んだ2022年頃を振り返ると、輸入物価だけでなく消費者物価（CPI）の上昇率も大幅に高まった。背景には企業行動の変化があったとみている。

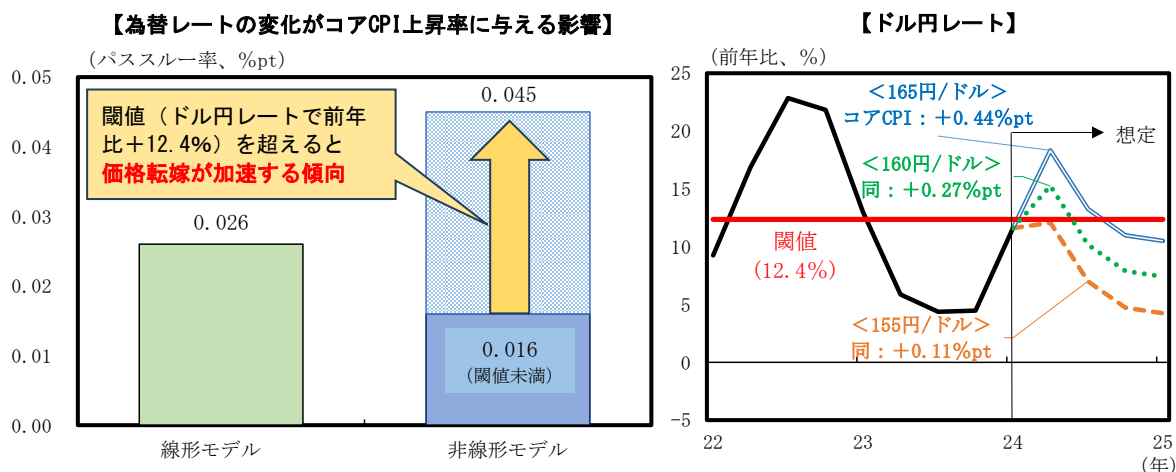
デフレ期には、自社だけが値上げを行うと価格競争力が低下し、販売数量が大きく減少する傾向にあった。そのためコストの増加が小幅であれば企業努力で対応し、販売価格は据え置くことが一般的であった。だが2022年の物価上昇局面では、資源価格の高騰に加え、円安が急速に進んだこともあり、輸入物価が急騰した。コストの増加度合いがあまりにも大きかったため企業努力だけでは吸収しきれず、多くの企業は値上げに踏み切った。結果として、値上げによる販売数量への影響は限定的となり、価格転嫁を行いやすい環境に変わったとみられる。

このように急激な円安の進行は企業の価格設定行動を積極化させ、インフレ率を非線形的に押し上げる。こうした企業行動を考慮したモデルを用いて、ドル円レートの変化がコアCPI上昇率に与える影響（パススルー率）を推計した結果が**図表1**だ。

企業の価格設定行動において非線形性を想定する場合、実際のドル円レートが前年比で+12.4%（閾値）を上回ると、企業は価格転嫁の度合いを強める傾向があることが示唆された。ドル円レートの変化率が閾値を超えると、パススルー率は0.016%ptから0.045%ptへと3倍ほどに高まり、非線形性を考慮しないモデルでの推計値（0.026%pt）を大きく上回る（**図表1左**）。

この推計結果を基に、ドル円レートのケース別に物価の押し上げ効果を試算したものが**図表1右**だ。ドル円レートが155円/ドルで推移する場合には閾値を超えないため、コアCPI上昇率の押し上げ効果は+0.11%ptにとどまる。他方、160円/ドルの場合には閾値を超える期間があり、企業がより積極的に価格を引き上げる結果、コアCPI上昇率の押し上げ幅は+0.27%ptに高まる。165円/ドルの場合にはこうした傾向がより強まり、コアCPI上昇率は+0.44%pt程度押し上げられる。

図表 1：非線形性を考慮した為替変動による物価への影響度（左）、円安による物価の押し上げ効果（右）



(注1) 被説明変数はコアCPI、説明変数は企業物価、ドル円レート、名目賃金。推計期間は1990年1-3月期～2023年10-12月期。標準偏差の0.5～2.0倍の範囲内で0.1刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは1期から4期までの範囲でAICにより最適な次数を設定。「パススルー率」はドル円レートの前年比の1%ptの変化によりコアCPI上昇率が何%pt変化するかを示す値。

(注2) 閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは佐々木・山本・中島(2023)を参考にした。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、佐々木・山本・中島(2023)より大和総研作成

日銀は「経済・物価情勢の展望(2024年4月)」で、2024年度のCPI(除く生鮮食品、コアCPI)が前年比+2.8%、CPI(除く生鮮食品・エネルギー、新コアCPI)では同+1.9%という見通しを示した。上記の試算結果を機械的に当てはめれば、ドル円レートが160円/ドルで推移する場合、コアCPIは同+3.1%、新コアCPIは同+2.2%程度まで高まる可能性がある。2%の物価安定目標を明確に上回る状況だ。

想定される日銀の対応：長期国債購入の柔軟化・減額が効果的

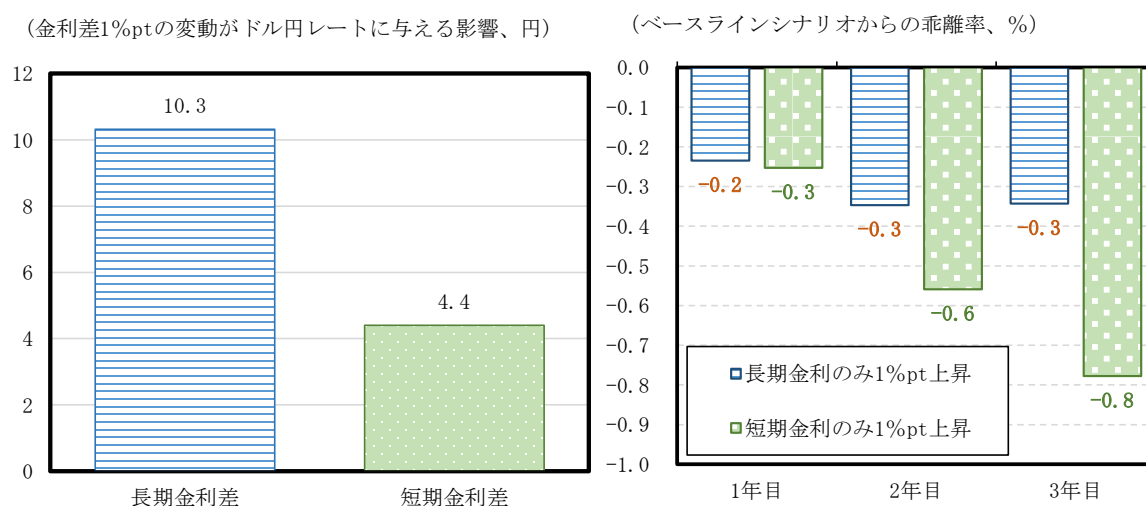
このように一段の円安の進行は、物価安定目標の達成という観点からはリスク要因となり得る。リスクが顕在化した場合、日銀は月間6兆円程度となっている国債購入ペースの柔軟化または購入額の減額によって長期金利を上昇させることが考えられる。以下で述べるように、長期金利の上昇を許容する方が、短期金利を引き上げる場合よりも効果的に対応することができるからだ。

為替レート(ドル円レート)は日米の短期金利差よりも長期金利差の影響を受けやすいことが知られている。図表2左は、短期・長期それぞれの日米金利差とドル円レートの関係を示したものである。長期金利差(青)が1%pt上昇した場合にドル円レートは10.3円程度減価するが、短期金利差の場合はその度合いが4.4円程度にとどまる。すなわち、日銀としては短期金利を引き上げるよりも、大量の国債購入によって押さえつけている長期金利の上昇を許容した方が、為替チャネルを通じた物価上昇圧力をより効果的に緩和することができるということだ。

また、短期金利と比較して長期金利の上昇が実体経済に与える影響は小さい¹。当社のマクロモデルを用いて、金利の上昇が実質 GDP に与える影響を試算すると、短期金利 1%pt の上昇は実質 GDP を 3 年目で 0.8%程度押し下げ、長期金利の場合の 2 倍以上のインパクトがある（**図表 2 右**）。イールドカーブの起点である短期金利は貸出金利など種々の金利に波及しやすいほか、期間別貸出のボリュームゾーンも短期に集中しているためである。

2024 年 1-3 月期の個人消費は世界金融危機時（2008 年 4-6 月期～2009 年 1-3 月期）以来の 4 四半期連続の減少を記録するなど、実体経済に強さは見られない。こうした状況下で短期金利を引き上げれば、消費の弱さが長期化し、ようやく機能し始めた賃金・物価の循環的な上昇の芽を摘みかねない。長期金利の上昇を促す方が、景気への悪影響を抑えつつ、インフレ率の上振れリスクに対応することができるだろう。

図表 2：長短金利の変動が為替レートに与える影響（左）、長短金利がそれぞれ 1%pt 上昇した場合に実質 GDP に及ぼす影響（右）



(注 1) 左図は 2000 年以降の月次データで、被説明変数をドル円レート、説明変数を金利差、定数項としたときの金利差に係るパラメーターを掲載。長期金利差、短期金利差のいずれも 1%有意。

(注 2) 右図は大和総研の短期マクロモデルによるシミュレーション結果。

(出所) 各種統計より大和総研作成

【参考文献】

佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智（2023）「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5）

¹ 詳細は「[第 219 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 12 月 8 日）を参照。