

なぜ海外のインフレが円安に働くのか

伊藤元重 東京大学名誉教授



*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。

無断転載、複製を禁じます。

昨年来大きな動きが続いている円レートの動きについて考えるため、今回は国際経済学のオーソドックスな分析に戻って考察を進めていきたい。もちろん、古典的な経済学の議論と現実の経済の動きの間には大きな乖離（かいり）がある。だからこそ、その違いに焦点を当てることで見えてくることもあるはずだ。

現在起きている円レートの動きは、2年ほど前から始まった欧米での激しいインフレが大きな原因である。欧米ではインフレによって金利上昇が起これ、日米の金利差が円安の原因となっている。円安なので、日本にもインフレの圧力がかかってくる。海外のインフレが日本にも波及してきている。

個人的な話で恐縮だが、こうした動きを考えていたら、45年前に大学院の修士課程での口頭試問で受けた質問のことを思い出した。「変動相場制のインフレ隔離効果について説明せよ」というのが設問だった。英語で答えるということもあり、しどろもどろの答えしかできなかった。その後答えについてじっくりと考えてみた。標準的な教科書にはこう書いてあった。変動レート制の下では、海外のインフレは日本には波及してこないというのだ。どうも、今起きていることと違う。

教科書の議論によれば、変動レート制の下で仮に米国で数%のインフレが起きれば、それと同率で円ドルレートが円高・ドル安になれば、日本円で評価した米国の財の価格には変化が及ばないことになる。為替レートの調整によってインフレの国境

を超えた波及は緩和される。インフレで米国のドルの購買力が下がれば、その分為替レートも調整してドル安になる。その結果、日本にはインフレは波及してこないというのだ。

今、この議論と真逆のことが起きている。米国のインフレはドル安ではなく、ドル高を起こしている。米国でのインフレはドルの購買力を下げているのに、円との購買力の比である円ドルレートはむしろドル高に激しく動いている。要するに購買力変化の動きが為替レートの動きに影響を与えるどころか、購買力平価の示唆する方向とは真逆の方向（円安・ドル高）に動いているのだ。

こうした購買力とは逆の方向に為替レートが動くという現象は、急速に海外でインフレが起きたこの2年だけのことだけではない。それ以前の10年近く、日本の物価上昇率は米国などに比べて2%前後も低かった。それにも関わらず円ドルレートはほとんど動かなかった。円の購買力が上がっているのに、購買力平価は現実の為替レートに全く影響を及ぼしてこなかった。

為替レートが購買力平価に縛られていないということは、実質実効為替レートが大きく変動しているということでもある。改めて為替レートには2つの顔があることを思い出そう。

1つは海外で生産される財・サービスの価格と日本で生産される財・サービスの価格の相対価格という顔である。円安になっているということは日本の財・サービスが相対的に安くなっていることを意味する。

為替レートのもう1つの顔は円という通貨の資産としての価

格である。日米の金利差が続くということが想定されれば、資産価格の円ドルレートはそれを反映して円安方向に動く。米国などでのインフレと金利上昇、そして低金利が続く日本、この格差の中で円安が進行するのは資産の価格としての為替レートの顔が強く出ているのだ。

一般的に、短期中期には為替レートは資産の顔を強く持ち、中長期には購買力に縛られる動きを示すと言われる。現実にも、戦後から1995年までは変動こそあるものの実質実効為替レートは一貫して円高方向に動いていた。そして95年のピークを境に現在に至るまでほぼ一貫して円安方向に動いている。

こうした長期のトレンドは、循環要因というよりは構造的な要因を反映していると考えてよいだろう。ただ、そうした中長期の構造とは関係なく、短期中期の資産価格としての為替レートの変動が激しくなっている。

上で述べたように足元での海外のインフレが購買力平価の力で円高に動くのではなく、資産価格の顔を強く持って円安方向に動いていることがその象徴である。為替レートは中長期には購買力に縛られると言ったが、短期だけでなく相当な中期に至

るまで資産価格としての動きに縛られている。マネーのグローバルな動きが、資産価格としての為替レートの性格をますます強くさせている。

こうした考察は、今後の展開を考える上でいくつか示唆を与える。1つは為替レートの変動幅の問題だ。世界的に金利が大きく変化し、日本もこの先の金融政策の変更が予想される中では、円ドルレートは150円を越えるような水準にも、そして110円に戻るような水準にもなりうるということだ。購買力としての為替レート指標は、現実の資産価格としての為替レートのアンカー（錨）にはならない。

もう1つは、仮に円ドルレートが110円近くまで戻ったとしても、円の実質実効為替レートは相当な円安であるということだ。20年以上にわたって、日本の賃金や物価は上がらなかった。米国などではこの間に年率で2%を超えるような物価や賃金の上昇が続いた。20年で累積すると50%近くの開きがあった。この円安は循環要因ではなく、構造的な要因である。

企業にとってみれば、円高のビジネスモデルから脱して、円安のビジネスモデルに早急にシフトしていく必要がある。循環的な変動に関係なく、このシフトを進めなくてははいけない。

いとう・もとしげ 1974年（昭和49年）東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から22年3月まで学習院大国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務めた。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身