

割安な日本円と金融政策

信金中金月報掲載論文編集委員長

地主 敏樹

(関西大学 総合情報学部教授)

円安がなかなか終息しない。国際商品市況もあいまって輸入物価が上昇し、国内の物価水準も持続的な上昇傾向を示すようになってきた。長く続いたデフレ傾向を打ち破るビッグプッシュ要因となったと考えられる。とは言え、日本円の外為相場はどれほど安いのだろうか？実のところ、外為相場の割安や割高の水準を測ることは、なかなか難しい。確かに、経済学のテキストには実質為替レートという概念がある。円ドルレートの場合なら、米国の財価格に円ドルレートを乗じて日本円単位の価格を計算し、それを日本の財価格で割ることで、算出される。計算値は、米国の財1単位が、日本の財何単位と交換できるかを示している（この逆数が交易条件に当たる）。しかし、個別財を使うとその財特有の偏りがあるかもしれない。他方で、物価水準として消費者物価指数などを使うと、割安・割高の水準ではなく、他の年と比べた変化しか見ることができない。

実質為替相場水準の簡便な指標として、Economist誌が算出しているビッグマック指数がある。同誌のHPでは半年毎の数値が提示されており、本稿執筆時点では2024年7月の数値が最新である。当時の円ドル相場は6月末の160円余という円安水準から少し変化しており、同誌は150.48円/ドルという数値を使っている。日本のビッグマックは480円、米国のビッグマックは5.69ドルであった。同誌は、アメリカサイドから見ているので、日本の価格をドル換算して3.19ドル、それを米国価格で割ると0.56となる。つまり、日本円はビッグマックで測った実質では、44%過小評価とされている。

ビッグマックはほぼ世界共通の内容の品が各国店舗で提供されており、この指数で「一物一価」からの乖離を測ることができる。ビッグマック価格には、食材だけでなく人件費や家賃および光熱費なども含まれているので、各国の物価水準をかなり良く反映している。したがって、ビッグマック指数は、両国の物価水準を反映した実質為替相場の水準の、意外に良い近似であると考えられる。日本円は購買力平価水準と比べて、ほぼ4割安の水準にあることになる。インバウンドの観光客が押し寄せるのも道理である。

各国のビッグマック指数は様々な値である。本年7月においては、総じて欧州諸国が購買力平価の水準に近い（スイスが例外で約4割高）。欧米の諸国民にとって日本経済全体が常時4割引きのバーゲンセール状態なのである。アジア諸国はおしなべて割安の為替相場となっており、

韓国やタイが3割安、中国も4割安、ベトナム・香港・マレーシアやフィリピンは5割安、インドネシアと台湾は6割安である。もちろん、各国の生活水準や食生活習慣が異なるので、マクドナルドも各国の事情を勘案してビッグマックの価格付けをしているだろう。米国との生活水準の相違を反映させるために、一人当たり GDP 格差を調整した指数も計算されているが、日本円の指数はあまり変わらず、40%過小評価とされている。

時系列でみると、日本円のビッグマック指数が購買力平価に近かった時期は、2009～2012年頃にまで遡らなければならない（2011年頃は1割高）。つまり、日本銀行の強力な緩和政策（QQE）が実施されて以来、円安が続いているのである。ただし、3割安の境界線をはっきりと越えたのは、2022年1月以降である。2021年秋からアメリカの金融政策は引締め方向に転換しつつあり、2022年3月以後になると米国連邦準備は利上げを繰り返して、日米の金利差は拡大した。対応するように、円安も強まったのである。2023年7月が最後の利上げで、5.25~5.50%水準に到達した。2024年9月の最初の0.5%利下げまで、1年以上もの間、この高金利水準が維持された。他方で、日本は漸く2024年3月にマイナス金利から脱して0.1%水準に利上げし、8月にも再び利上げして0.25%水準に到達しただけである。現在も含めて、5%前後の利子率格差が持続してきている。

ただし、5%前後の利子率格差は今回が初めてではない。2006~2007年も、折からの不動産ブームと国際商品市況高騰に応じたアメリカの利上げで、日米利子率格差は5%近くに上昇していた。ただし、2006年8月には日本サイドでゼロ金利解除が実施されて0.25%に利上げされ、翌7月にも0.5%への利上げが実施されている。この時期の円ドルレートは、ビッグマック指数で測って2割前後の割安に留まっている。単純な短期政策金利格差だけでは、近年のような極度の円安は説明できないのではないだろうか。

日本円の割安水準が3割を超える頃、長短金利操作（YCC）終了を見込んだ国債空売りが激しくなっていた。利子率格差に対応したキャリートレードも盛んだと言われた。その指標とされる「在日外国銀行の本支店間勘定」の資産も、2022年後半に急増した。国債空売りとの関連は明らかではないが、円安進行によって YCC の維持がより難しくなっていたことは確かだろう。他方で、日本円需要の持続的な低下も指摘されている。貿易収支の赤字は珍しくなくなった。経常収支の黒字を支えている所得収支黒字も、日本にあまり還流していないと報告されている。新型 NISA でグローバルなポートフォリオが選択されて、定期的にまとまった円売りが出ているともいう。これらの現象の一部は日本の低金利と米国の高金利の影響を受けているのだろう。今後も局面は変化していくだろうが、市場の短期的変動に振り回されずに、自然利子率水準への正常化を進めることが望ましいであろう。