

為替レート変動の経済・物価への影響と 今後の金融政策運営について

日本金融学会共通論題パネル

2025年6月8日

キャノングローバル戦略研究所特別顧問

須田美矢子

名目為替レートが輸出入物価や輸出入量に与える影響の変化

輸入物価や消費者物価への波及効果は増大

輸出量に与える影響は減少

金融政策が名目為替レートに与える影響

金利差以外の要因の影響も大きく、両者の関係は、局面によって大きく変化、不確実性が高い

金利差以外の要因として、情報効果、為替レート予想、リスクオン・オフ、流動性、群衆行動、海外金融政策など

非伝統的な金融政策による物価・経済への効果

レビューによると大規模緩和によって成長率は年0.16%pt、インフレは0.6%pt程度押し上げ 実体経済への影響小

需給ギャップ押し上げ経路は為替レートを通じる経路が2割

過去、円高（現在は円安）に振り回された感。非伝統的な金融政策でもそれを相殺できなかったということ

最近の大幅円安・物価高は大規模緩和の副作用という面も

十分といえない自主的に使える政策手段（為替レートを通じる効果をより高める手段が望まれる）

ーデフレ・スパイラルが懸念されていたとき、バーナンキ、テイラーなどが量的緩和と外貨購入を提唱

ー金融緩和決定当日の為替レート効果は、2013年4月の大規模緩和開始日より2011年8月の為替介入と金融緩和強化を同時に行ったときの方が大きい

ーデフレ悪化懸念から行われた2003～4年の大量ドル買い介入と量的緩和強化

為替介入権を持たない日銀ー政府の為替介入政策が金融政策の補完・代替としての役割を続けるのか

ー日銀法上、為替介入権はないが自主的な為替売買がすべて禁じられているわけではない

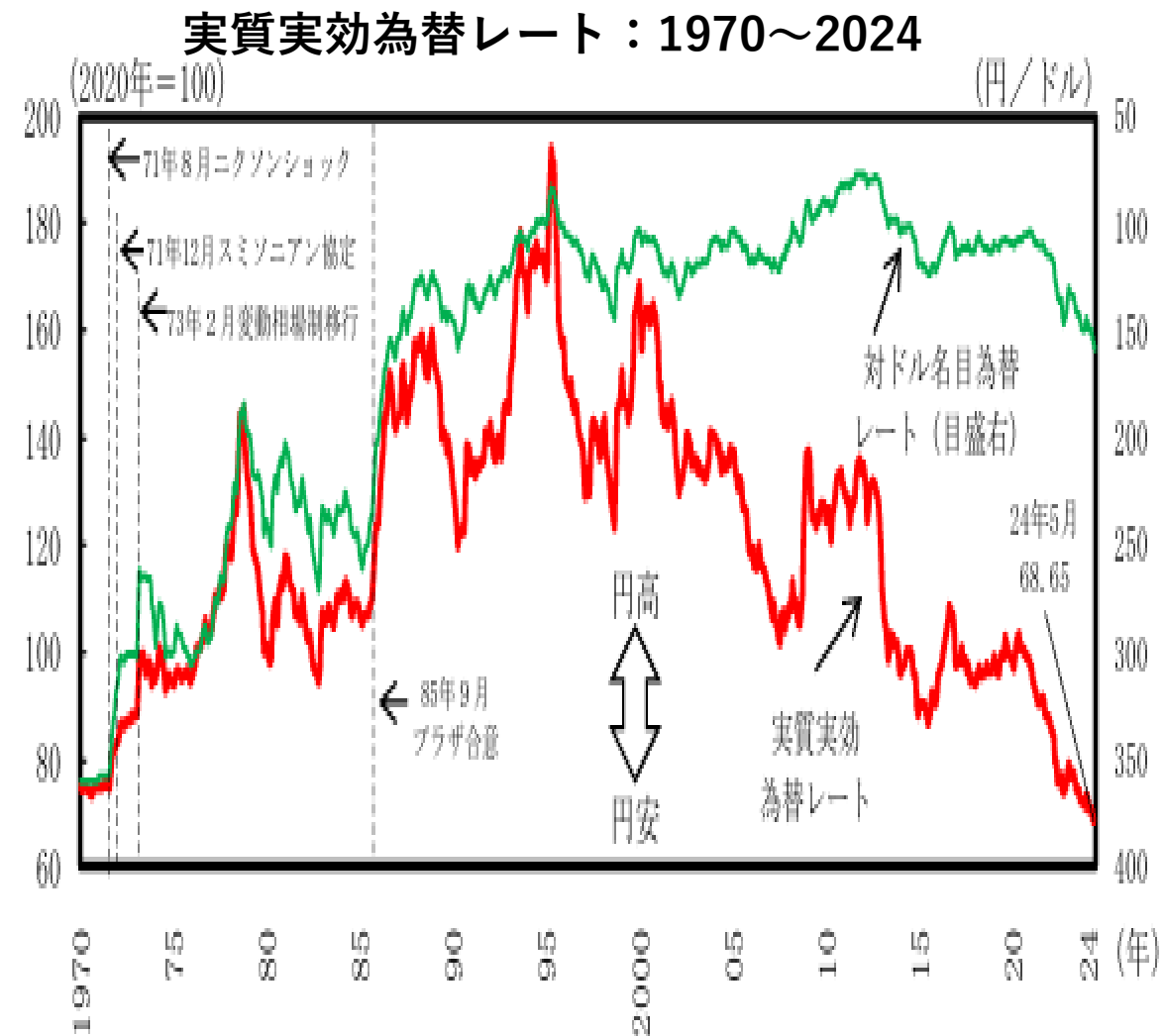
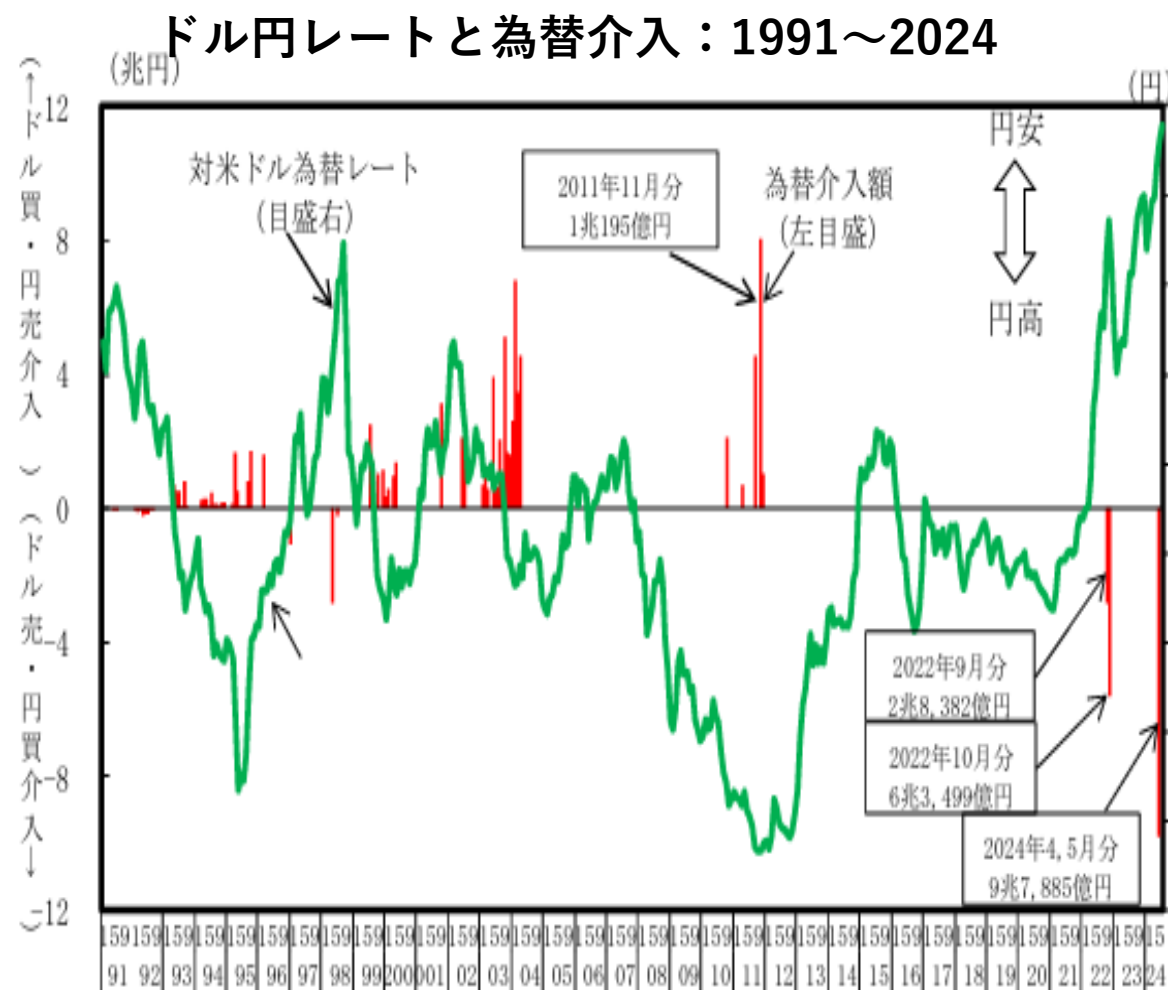
ー金融調節手段として外国為替が利用できないか 為替スワップ取引は？

ーIMFは統合的な政策枠組みのもとで、大幅減価の場合に物価安定のための為替介入を認めている

ー2011年8月のように連携で対応すべきなのか その場合独立性の維持に疑問は生じないか

ー日銀と政府の連携に疑念が生じるリスクもありうる（2024年の為替介入）

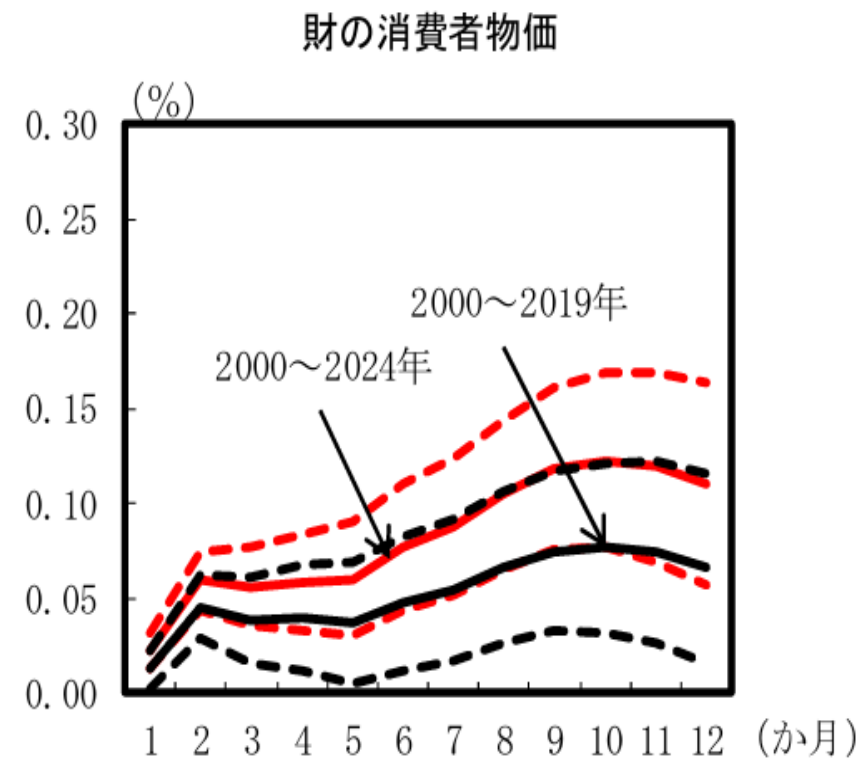
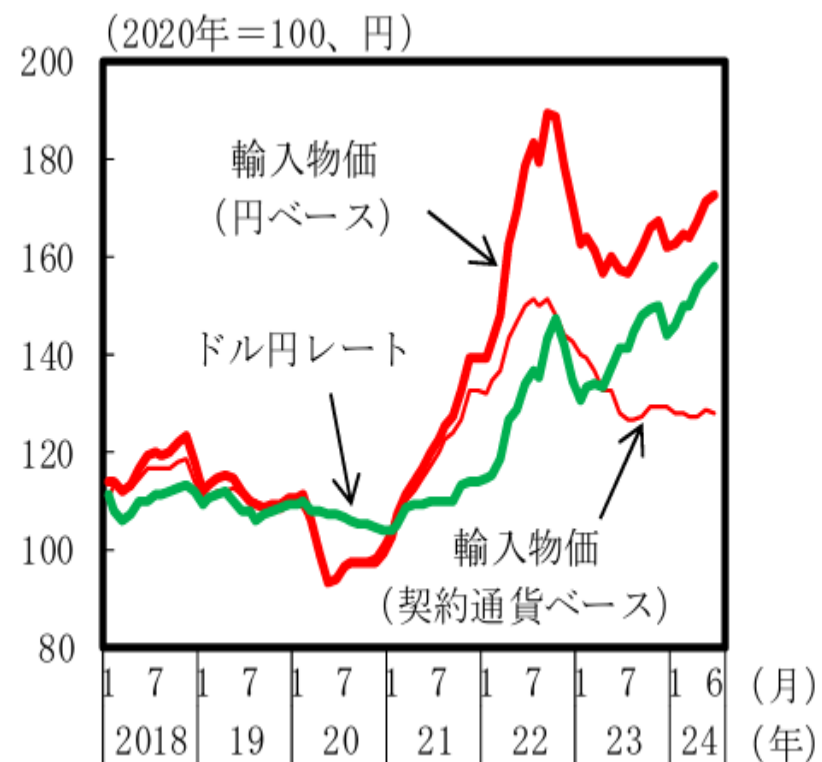
●為替レートの変動



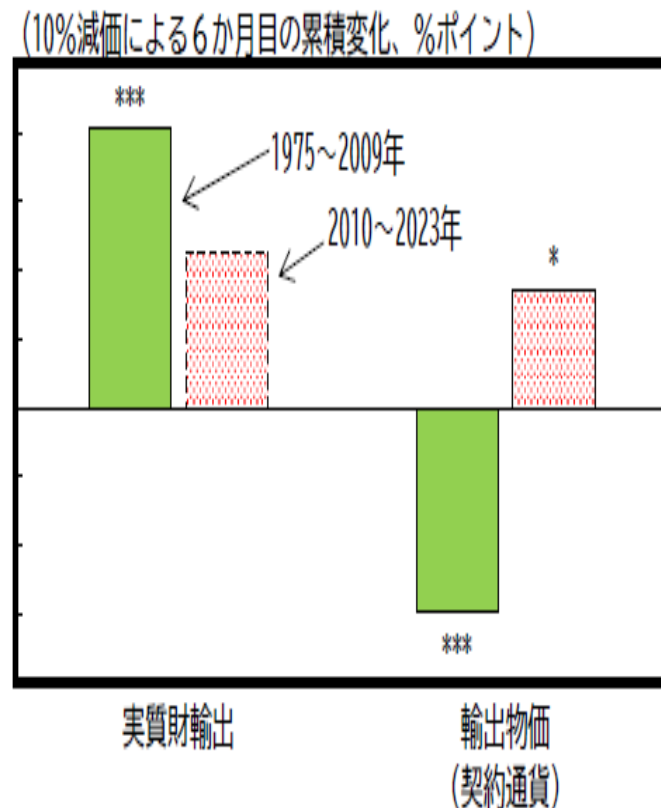
出所：内閣府「令和6年度 年次経済財政報告」

ドル円レートは70円台から160円台まで大きく変動。2012年末頃から反転。過度の円高や円安の流れが物価や経済に影響を与えたことはレビューでも指摘。もっとも「主なポイント」には為替レート、円安・円高への言及なし。大規模な金融緩和の効果と副作用の評価に為替レートなど資産価格の歪みへの言及はなし。

●為替レート of 経済物価への波及効果



円安、1標準偏差（前月比で2.2%程度に相当）の影響



VARモデルによる分析。最近の実質輸出へのプラスの効果は有意でない。

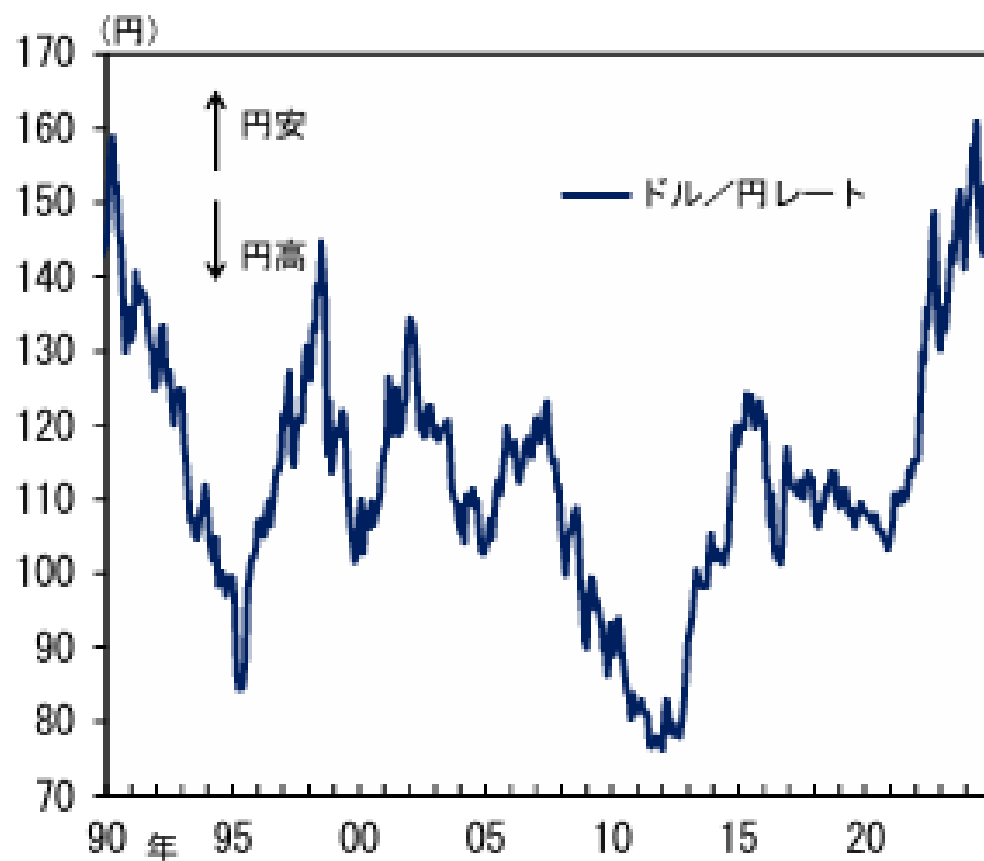
内閣府「令和6年度年次経済財政報告」

為替レートの輸入物価（円ベース）へのパススルーが上昇。輸出は、現地生産の拡大、為替変動の影響を価格マークアップでの吸収、海外市場での価格設定行動の変化(price to market)により、為替変動の輸出への影響が縮小。為替レートの物価へのパススルーの高まりが、為替レートの実体経済への効果を弱め、物価への効果を強めている。

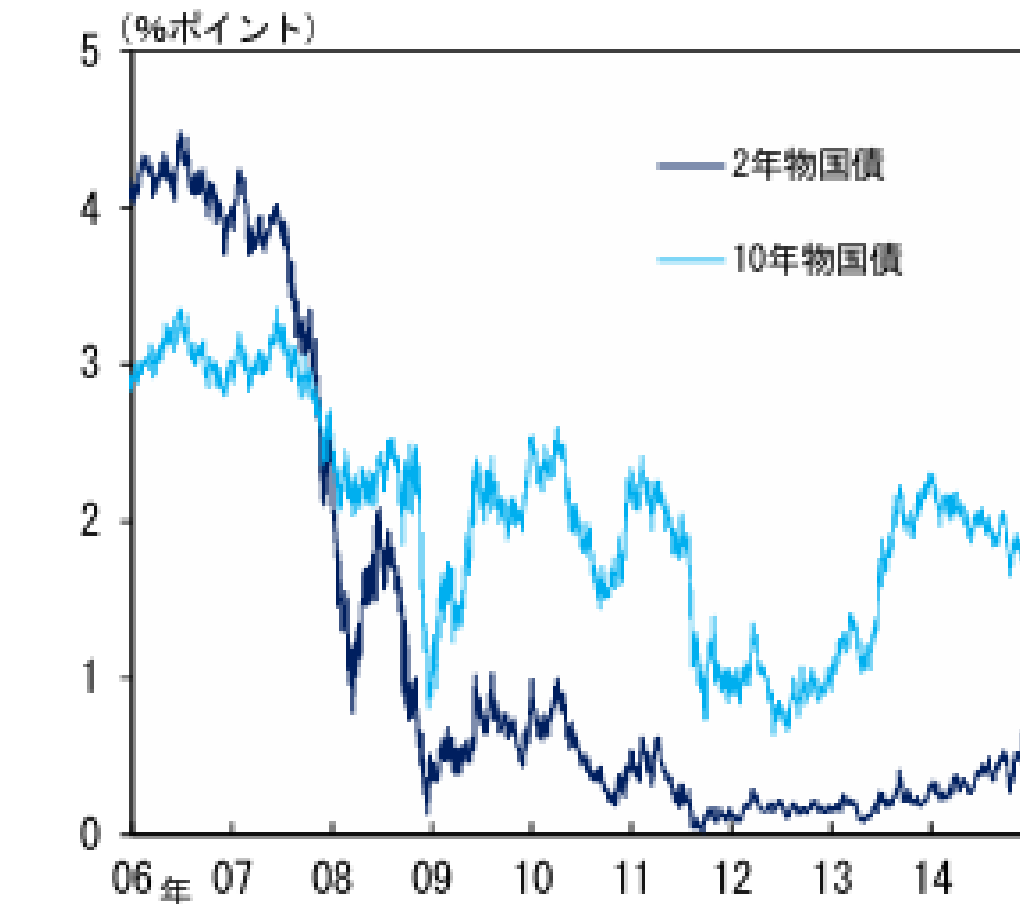
●金融政策と為替レート

為替レート

日米金利差（米国－日本）

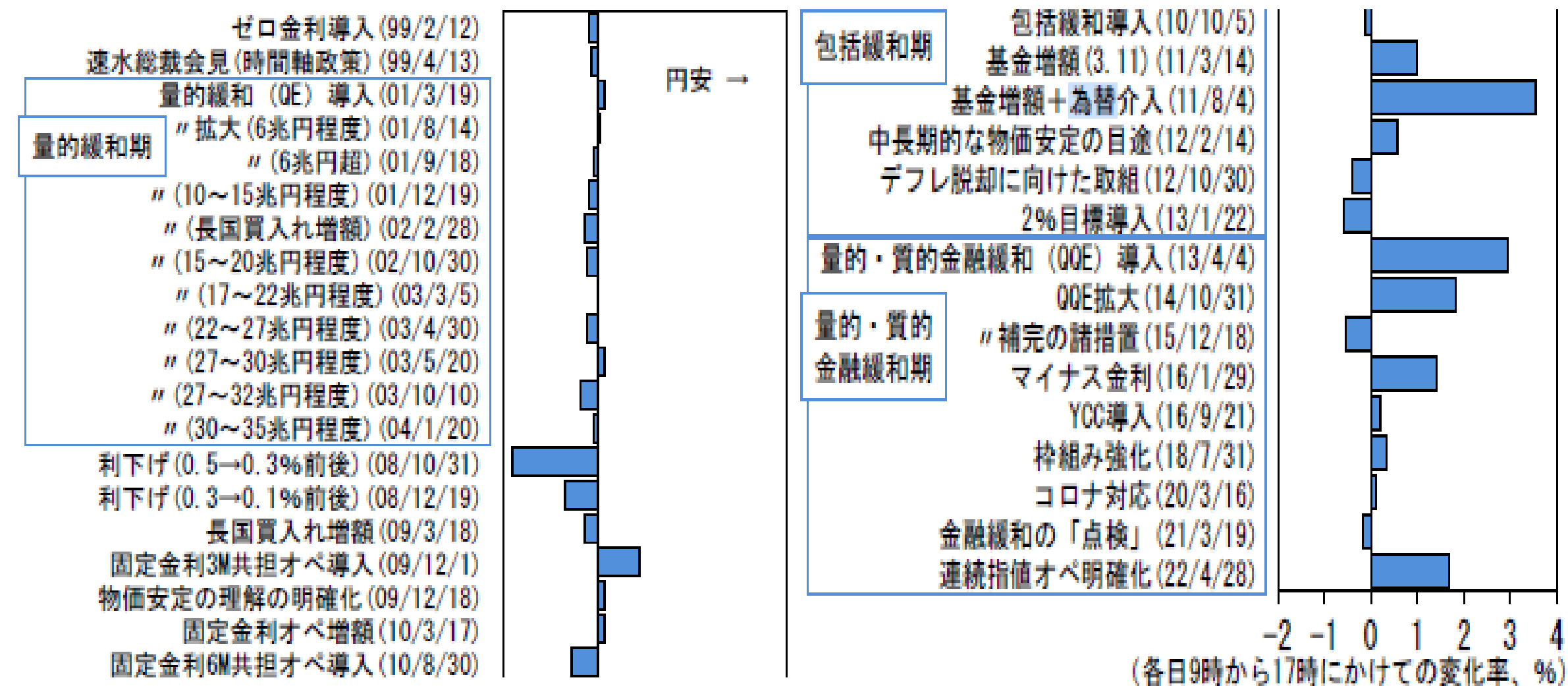


(出所) Bloomberg
(注) 月末値。



(出所) Bloomberg

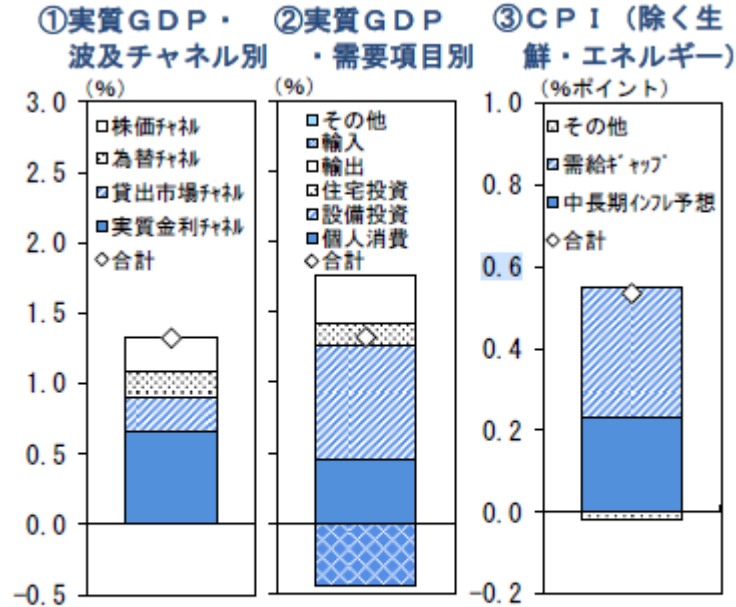
金融政策と為替レートの関係は、金利差以外の要因によっても大きく変動。金利差以外の要因として、情報効果、リスク回避度、予想インフレ率、ボラティリティ、流動性、美人投票的な群集行動、海外金融政策・



出所：日本銀行「金融政策の多角的レビュー」

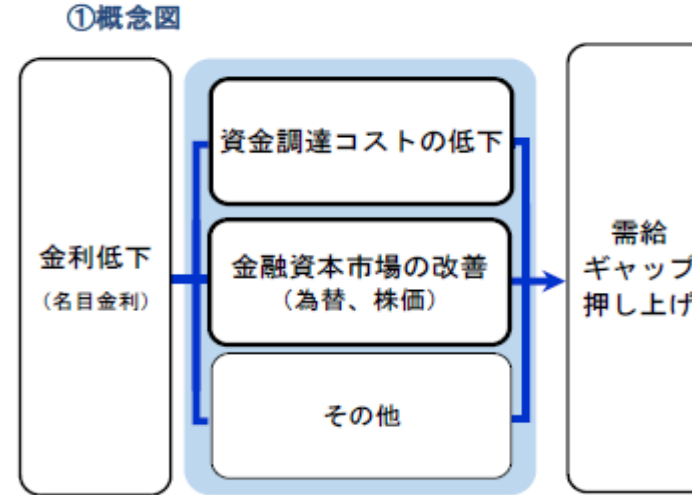
「為替レートの金融政策ショックへの反応は、その時々市場動向等によって大きく変化する」（レビュー）

V A Rモデルを用いた金融緩和の波及経路の分解

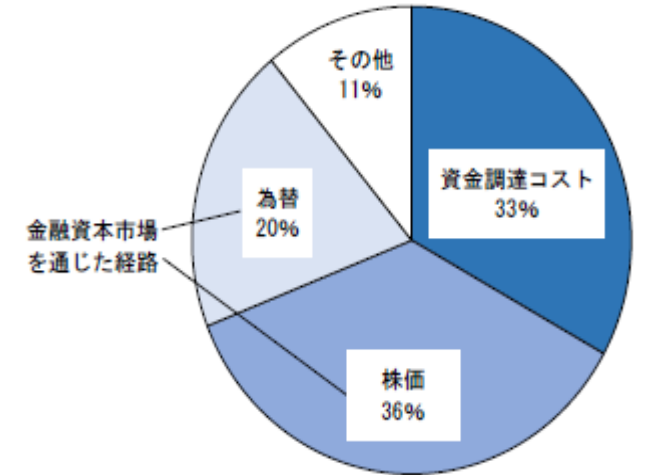


(出所) 井澤ほか (2024)

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
2. 実質GDPについては押し上げ率、CPIは押し上げ幅の期間平均値(2013/20～2019/4Q)。16通りのシナリオに基づいて算出された政策効果のうち、期間平均値が最大のもの。



③金利低下による需給ギャップ押し上げ経路



(出所) 日本銀行、Bloomberg等

(注) 総資金調達コストは、国内銀行の新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。累積5年間。

出所：日本銀行「金融政策の多角的レビュー」

レビューにおけるCounterfactual simulationによると、2013年第2四半期から10年強でGDPの水準を平均1.3%から1.8%程度（各シナリオの平均で1.6%）、消費者物価（除く生鮮、エネルギー）の前年比を同0.5～0.7%ポイント程度（同0.6%ポイント程度）押し上げ。

—欧州危機の沈静化やFRBの金融緩和スタンスの転換など外部環境の影響も内包。

●大規模緩和の副作用と為替レート

○「大規模な金融緩和の効果と副作用の評価」に為替レートなど資産価格の歪みへの言及なし

○「制度設計を工夫することで、日本銀行が採用した各種のフォワード・ガイダンスは、長めの金利の抑制などの面で所期の効果を発揮したほか、その制約から政策の調整が遅れることもなかったと考えられる」（レビュー）

○2016年9月「平均インフレ目標」採用と物価見通しの誤りが過度な緩和を持続させ、大幅な円安を生じさせたのでは背景にはFRBの過度な金融政策の存在も

⑤「一方的な為替変動による弊害」を指摘する声

出所：日本銀行「金融政策の多角的レビュー」

企業	金融緩和には円高解消等の一定の効果があつた一方で、緩和が長引いたことで内外金利差が生じ、円安の定着や輸入価格の上昇といったデメリットもあった。
個人	円安の行き過ぎにより物価上昇が止まらなく、生活が厳しくなっている。
個人	日銀には金利を上げて為替相場を円高にしてもらわないと庶民の生活が成り立たない。日本は原油をはじめエネルギーほか食料のほとんどを輸入に頼っている。金利を上げると何か弊害があるのだろうか。

○2014年10月31日の追加緩和は5対4で決定 それがなかったらどうなっていたらうか

反対派の意見：追加的な金融緩和による効果は、それに伴うコストや副作用に見合わない。経済・物価に対する限界的な押し上げ効果は小さく、期待への働きかけ効果は導入時と比べてかなり限定的。市場機能の一段の低下を指摘。一段の金利の低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響について懸念。国債市場の流動性を著しく損なうだけでなく、実質的に財政ファイナンスであるとみなされるリスクが、より高くなると指摘。結果として円安が進めば、内需型の中小企業への悪影響が懸念（議事要旨）

○金融政策変更日にもっとも為替レートへの影響が大きかったのはQQE導入日でなく2011年8月4日ー8月4日午前に為替介入が行われ、日銀は8月4・5日の予定を短縮し同日に終え、金融緩和の強化を決定。

○デフレ克服のために日銀自身が量的緩和と外国為替売買を行うべきとの提案は2000年前後に多く聞かれた。特に海外の研究者。日本の景気回復が世界経済に与えるメリットの方が大きいとの考えが背景にありーバーナンキ、メルツァー、マッカラム、テイラー、スベンソンなどなど

○しかし日本銀行は介入権をもっておらず（日銀法改正時に、金融政策の目的が物価の安定なら、為替介入は日銀に認められるべきではない。為替介入については、現在の国際金融システムの下では、政府が一元的に責任を持つべきとされた）

●日銀法上の外国為替売買の位置づけ

○日本銀行法40条第2項で外国為替売買が為替相場の安定を目的とする場合には国の事務の取扱者として行う

○ただし、40条第1項では為替相場の安定および国際金融業務の目的での外国為替売買のほかに、「日本銀行が必要に応じ自ら外国為替の売買を行いうる」と定めている

○また、43条で政府の認可を得て行うこともできる（日本銀行の目的達成上必要がある場合、認可を受けて、法律で規定された業務以外の業務が行える）

●2003～4年の量的緩和と大量のドル買い介入

○2003年1月から2004年3月の累計介入金額は35.3兆円。本格化は5月以降。2004年2月～3月には押し上げ介入。

○介入の動機は、財政・金融政策の出尽くし感があり、円高によるデフレ加速を懸念（溝口財務官）。

○交渉の相手方のテイラー財務次官は、日銀のアドバイザーであったときにデフレ脱却の手段として通貨の供給を増やすよう繰り返し助言。日銀は2001年3月に量的緩和政策を発表。日本経済の力強い成長が米国にとっても望ましいとし、この量的緩和を支援することがブッシュ政権の政策方針になった。

ーテイラーはデフレ脱却のために量的緩和の必要性を指摘するとともに、日銀が外貨を買うべきと考えていると述べている（2000年日銀国際会議）。日銀ではなくかわりに政府が為替介入を行うことを容認し、この考えを実践した。

○日本の景気回復が腰折れする懸念が遠のき為替介入は終了

ー秋から冬にかけて、日本で持続的な経済回復が明らかになってきた。回復が確実になれば日本は直ちに介入政策から脱却できると判断（テイラー財務次官）。

ーグリーンスパンの介入継続批判：現在のところ、部分的に不胎化されていない介入は、日本のマネタリーベースを拡大する手段として認識されており、これは金融政策の基本要素の一つである。時間が経ち、現在のデフレ状況が緩和されるにつれ、介入を続けることの金融面での影響が問題化する可能性がある。

●2022年9月の24年ぶりのドル売り介入

コアCPI上昇率が2%を超え加速している中、決定会合後の会見で日銀総裁の「当面金利を引き上げるということはない」「必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との発言が円安を招き、政府は24年ぶりの円買い介入に→日銀と政府に連携に疑問符

● IMFの為替介入についての原則

○IMF協定第4条 為替取極に関する義務 第1項 加盟国の一般的義務

iii) 国際収支の効果的な調整を妨げるため又は他の加盟国 に対し不公正な競争上の優位を得るために為替相場又は国際通貨制度を操作することを回避すること。

○IMFサーベイランスにおける統合的な政策枠組の一部として、為替介入政策の使用に関する助言を導くための一般原則

原則2：為替介入のコストを考慮すると、為替介入は ショックが大規模であり、中央銀行の目標に重大なリスクをもたらす場合にのみ、そして、その介入がこれらの目標を支える上で効果的である場合に使用されるべき。
 ー為替介入は減価が大幅であるときのみ物価安定目標の追求に利用されるべき。

○使用事例に関する原則 原則C:物価安定を支えるための為替介入

為替介入は、通貨の大幅な減価がインフレ期待を不安定にするリスクがある場合、金融政策を支えることができる。ただし、金融政策単独で対処するコストが高く、為替介入を効果的に行うための外貨準備が十分にあり、かつ為替介入を含めるコストが低い場合に限られる。

● 7 か国財務大臣・中央銀行総裁会議声明（2017年5月12-13日 於：イタリア・バーリ）

我々は、我々の財政・金融政策が、国内の手段を用いてそれぞれの国内目的を達成することに向けられてきていること、今後もそうしていくこと、そして我々は競争力のために為替レートを目標にはしないことを再確認する。我々は、全ての国が通貨の競争的な切下げを回避することの重要性を強調する。我々は、為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを再確認する。

→2025年5月G7財務大臣・中央銀行総裁会議でもこのコミットメントを再確認