

# 為替の決定理論と 最近の円相場について



< 講師 >

丸紅経済研究所主任研究員

松 尾 朋 紀 氏

## 1. 為替レートの決定理論

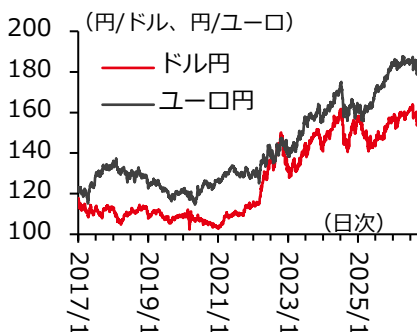
### ◆ 為替レートの基本的な考え方

為替レートとは、異なる通貨を交換する際の比率です。市場で日々観測される名目為替レートに対し、それを物価で調整したものが実質為替レート、さらに貿易ウェイトで重みづけし通貨の総合的な購買力を示したのが実質実効為替レートです。足元の円の実質実効為替レートは、1970 年代と同程度の水準まで低下しています。ここで注意したいのは、「円安になった」という方向の話と、「円が割安である」という水準の話は別の概念だという点です。円が割安かどうかを判断するには基準が必要です。その一つが購買力平価（PPP）で、これは実質為替レートに類

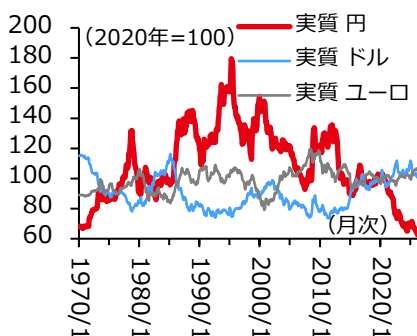
似した概念です。例えばビッグマック指数<sup>1</sup>などで比較すると、円は理論値より大幅に割安という状況です。ただし、長期的な基準レートは一定ではありません。バラッサ・サミュエルソン効果<sup>2</sup>や交易条件の変化を通じて、生産性や外部環境の変化が国内物価と実効レートに波及し、基準そのものが動きます。

### ▽為替レートの測り方

#### <名目為替レート>



#### <実質実効為替レート>



(注) データは講演資料作成時点 (9月11日時点) のもの。  
(出所) LSEG、BIS より丸紅経済研究所

また、短期的な為替変動を考える際には、ドーンブッシュのオーバーシュート理論が参考になります。これは、金融政策の変更時などには、物価の調整が遅れる一方で金利が先に変化するため、為替レート

<sup>1</sup> 各国のビッグマックの価格を比較し、通貨の割安・割高を測る指標。例えば日本の価格（円）を米国の価格（ドル）で割ると、両国でビッグマックの支払額が等しくなる円／ドルレートが求められる。

<sup>2</sup> 外国に比べて自国の貿易財部門の生産性が非貿易財部門より速く上昇すると、前者の賃金上昇が後者に波及して非貿易財の価格が上昇する。国内の物価全般が外国に比べて高くなることで、実質為替レートの増価につながるという考え方。

が一時的に新しい均衡水準を行き過ぎ、その後、その均衡へ戻っていく経路を説明するものです。さらに金利平価<sup>3</sup>の考え方では、為替ヘッジの有無によって評価が異なります。為替予約を行う場合は金利差が予約レートに反映され、収益差が調整されます。一方、ヘッジを行わない場合は、将来の為替レートをどう見通すかが決定的に重要です。

#### ◆金利・金融政策と為替

次に、金利・金融政策と為替の関係を説明します。将来の為替見通しが安定しているという前提では、米国金利が日本金利に対して相対的に上昇すること（日米金利差の拡大）は一般に円安要因となります。ただし、市場参加者の将来見通し自体が変化する局面では、金利差と為替の連動が崩れることがあります。また、現在の為替レートは、ある一時点の金利差だけで決まるものではありません。重要なのは、将来まで含めた金利の経路、すなわち「金利パス」です。同じ利上げであっても、市場が将来の実施を織り込んでいた利上げの前倒しなのか、それまで想定されていなかった追加利上げなのかによって、為替への影響は異なります。さらに、通貨保有に求められる期待超過収益、貨幣の供給と保有需要、経済成長や生産性の見通しなども為替を左右します。このため、金利が上昇すれば必ず通貨高になるわけではなく、その背景にある景気、財政、金融環境を併せて見る必要があります。

#### ◆ポートフォリオ選択・財政と為替

続いて、ポートフォリオ選択と財政が為替に与える影響を説明します。

---

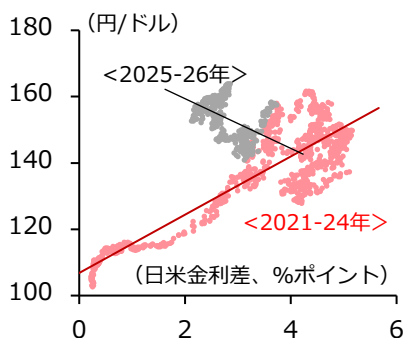
<sup>3</sup> 手元の資金を円のまま運用するか、ドルなどの外貨に換えるかという選択を考える。外貨で運用する場合、最終的な利益は外貨の金利だけでなく円に戻す際の為替レートにも左右される。金利平価とは、この二つの運用から得られる利益が等しくなるという条件から、金利差と為替レートの間接的な関係を考える理論である。

投資家は、どの通貨建て資産をどの程度保有するかを選択しており、その配分の変化が為替を動かします。国債の増発などにより債務の持続性への懸念が高まると、その懸念が通貨の価値に波及する中で投資家が国債保有により高い利回りを求め、通貨売りで国債利回りの上昇が同時に起こる可能性があります。日本では、長期スプレッドの上昇などに財政不安が表れています。財政への信認が回復しない限り、構造的な円安圧力が残る可能性があります。

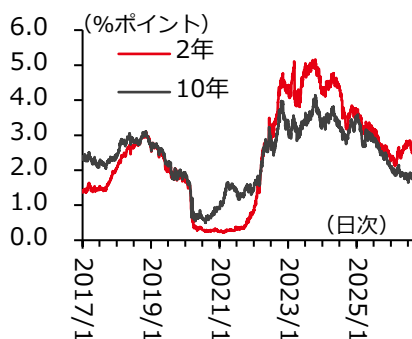
#### ◆ 市場構造とボラティリティ

市場構造とボラティリティについて説明します。2024 年頃まで、円安は日米金利差によって比較的説明しやすい動きでした。しかし、2025 年以降は相関が崩れる局面も見られます。

▽日米金利差とドル円レート



▽日米金利差



（注）データは講演資料作成時点（9月11日時点）のもの。左図の横軸は2年国債利回りの差（米国-日本）右図はいずれも国債利回りの差（米国-日本）。  
（出所）LSEGより丸紅経済研究所

その背景として、通貨間の金利差を収益機会ととらえるキャリートレードという取引形態があり、為替のボラティリティや投資家心理の変化などがそれに適さなくなってきた可能性が考えられます。ボラティリテ

イが低い環境では、低金利通貨で資金を調達し、高金利通貨へ投資するキャリートレードが活発になり、円安圧力が強まりやすくなります。一方、為替介入や当局からのメッセージによってボラティリティが上昇すると、投資家のポジション調整が促され、極端な円安を抑える方向に働きます。



セミナー会場風景

## 2. 最近の円相場

### ◆ 最近の円相場の動向

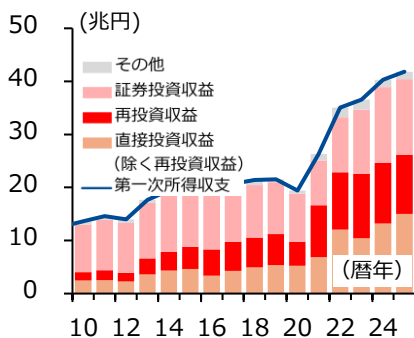
ここからは、最近の円相場の動向を説明します。2026年7月後半までは、金利差が縮小する中でも絶対的な差が残ることを背景に円安が進み、歴史的な円安水準となりました。7月末から8月にかけては日米の当局による協調介入により一時155円台まで円高が進み、その後は160円近辺へ戻りました。直近では、日銀の利上げ観測や円売りポジションの解消を背景に、152円から155円台で推移しています。ただし、これをも

って円安基調が転換したと断定することは困難です。また、名目実効為替レートと実質実効為替レートの双方で、円は総合的に弱含んでいます。

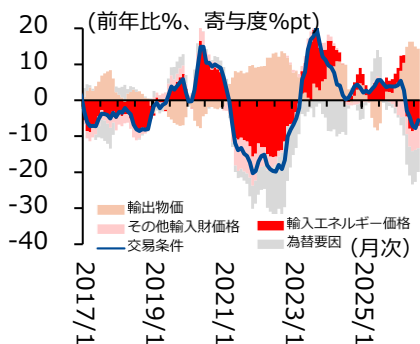
#### ◆ 構造的要因と日米格差

次に、円相場を取り巻く構造的な要因と日米格差を説明します。日本では、低成長が続き潜在成長率も低い水準にあります。これに対し米国では個人消費と AI 関連投資に支えられ安定した成長への期待が強く、こうした日米の成長格差がドル買い・円売りを支える要因になり得ます。また、日本の交易条件はエネルギー価格の影響を受けやすく、同価格の上昇は円安圧力となります。経常収支が黒字であっても、その中には海外拠点の内部留保である「再投資収益」が多く含まれているため、実際の円買い需要による支えは限定的という状況です。

▽ 第一次所得収支の内訳



▽ 交易条件



(注) データは講演資料作成時点 (9月11日時点) のもの。

(出所) 財務省・日本銀行より丸紅経済研究所

#### ◆ 政策当局のメッセージと国際要因

政策当局のメッセージと国際要因について説明します。米国財務省は円の過小評価に言及し、実質実効為替レートが歴史的な低水準にあるこ

などを指摘しています。これは、協調介入の正当性を示すとともに、日本に対して金融・財政面での対応を求めるメッセージでもあり、円売りを牽制する効果があります。また、米連保準備理事会（FRB）の引き締め姿勢はドル高要因です。一方で、米国の財政支出拡大への懸念は、長期金利の上昇とドル安を同時にもたらす可能性があります。このように、米国側の要因だけを見ても、為替の方向は一方向には定まりません。

#### ◆ 日本の金融政策・物価・需要

日本の金融政策、物価、需要について説明します。日銀は現在の金融環境を緩和的と評価しており、政策担当者の発言、プラスの GDP ギャップ、企業物価の上昇、価格転嫁の進展などが利上げ観測を支えています。今後、利上げ幅や利上げペース、今回の利上げ局面で到達すると見込まれる政策金利水準の見通しが上方修正されれば、円高要因となります。

#### ◆ 市場ポジションとリスク指標

市場のポジションとリスク指標について説明します。直近では基調として円売り優勢が続いているほか、通貨オプション市場では円高に備える保険の需要が強まっていて、市場には急激な円高リスクへの警戒が根強い状況です。

#### ◆ AI 関連投資とグローバル市場の攪乱要因

AI 関連投資は米国の成長を牽引し、ドル需要を支える要因になります。ただし、AI 関連企業のキャッシュフローが悪化した場合には、その影響が株式市場や債券市場へ波及するリスクがあり、円相場に波及するリスクに注意が必要です。また、世界的な長期金利上昇は、その時々状況によって円安にも円高にも働く可能性があります。金利上昇につい

ては、その背景が景気の強さなのか、財政不安なのかなどを確認することが重要です。

#### ◆ 実務的含意と見通し

最後に、実務上のポイントと今後の見通しを説明します。為替を判断する際には、将来の金利パス、成長力や財政に対する市場評価、ボラティリティ、投資家のポジション、為替介入、政策当局のメッセージなど、複数の指標を総合的に確認する必要があります。ただし、相場の不確実性は高い状況です。このため、単一の理論や指標だけに依存せず、複数の材料を組み合わせる分析することが重要です。

#### 課題

以上を踏まえ、今後取り組むべき課題を説明します。第一に、金利差だけでなく、利上げが前倒しで行われるか、追加利上げがあるかなどを見極め、金融政策の意図と将来の金利パスを含めて為替を評価します。第二に、生産性、交易条件、潜在成長率などの長期的なファンダメンタルズが、PPP や実効為替レートの基準にどのような影響を与えるかを整理します。第三に、自社が扱う通貨ペアについて、PPP を基準に割安・割高を評価します。第四に、先物市場から将来の金利差と政策パスを読み取り、ボラティリティの水準と併せてキャリートレードの魅力とリスクを評価します。第五に、日本と米国の財政評価や 30 年債と 10 年債の利回り差などの動きを継続的に確認し、通貨への信認に及ぼす影響を検討します。第六に、米国財務省、日銀、FRB などのメッセージや為替介入への姿勢が、市場の期待に与える影響をモニターします。第七に、AI 関連企業のキャッシュフロー、株価、債券調達の動きと米国金利の動向を注視し、為替市場への攪乱リスクに備えます。第八に、日米の金利、企業物価・消費者物価、GDP ギャップなどの最新データを収集し、円相場の方向性を総合的に予測します。