基礎研レポート

たまにしか注目されないけれど、侮れない“実質実効レート”

経済研究部 シニアエコノミスト　上野　剛志
(03)3512-1870　tueno@nli-research.co.jp

1――俄かに注目が高まった実質実効レート

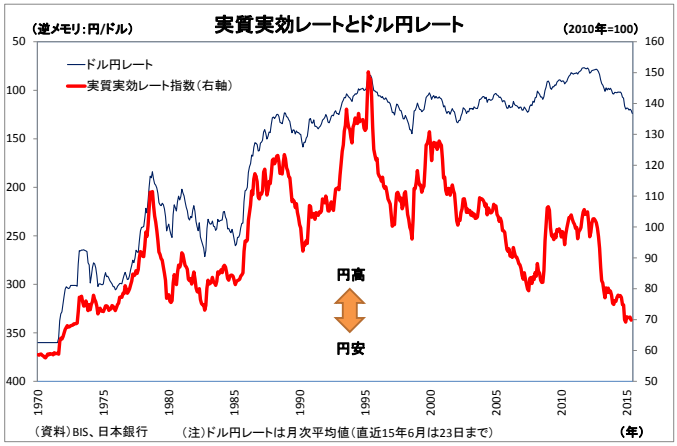
6月10日の衆議院財務金融委員会において黒田日銀総裁の発した言葉が為替市場を揺るがした。「実質実効為替レート（以下、実質実効レート）について、さらに円安になることはありそうにない」という発言だ。市場では、この発言が黒田総裁による“円安けん制”と受け止められ、直前に125円付近にあったドル円レートは一気に122円台へと下落した。

黒田総裁は後日、「名目為替レートの水準や先行きについて何か申し上げたものではない」と釈明。結局、総裁自身にそれまで急速に進んでいた円安をけん制する意図があったのかどうかは定かではないが、総裁の発言に誤解を与える余地があったことに加え、実質実効レートという概念が複雑であることが今回の騒動の原因にあるように思われる。

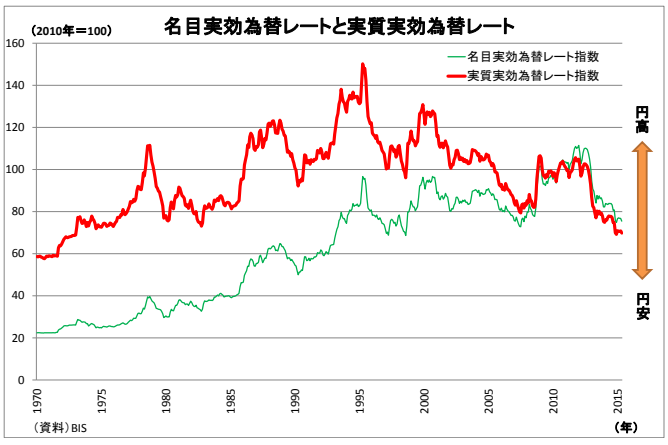
実質実効レートは、一般的に普段はあまり意識されていない指標だが、2010年頃の円高ドル安局面など為替の影響が大きく取りざたされる際に注目度が高まる。今回も黒田総裁発言で俄かに注目が集まっただけに、改めてその内容と影響、今後の行方について考察したい。

1｜実質実効レートとは

（図表１）



（図表２）



ニッセイ基礎研レポート 2015-06-30｜Copyright ©2015 NLI Research Institute All rights reserved

実質実効レートは、通貨の総合力あるいは真の実力を示すものとされる。特に輸出への影響の観点において、その下落は実質的かつ総合的な通貨安を意味するため、価格競争力が高まると考えられ、逆にその上昇は価格競争力が弱まることを意味する。

まず、日銀が公表している BIS ベースの円実質実効レート[1]の状況を確認すると（図表１）、直近 5 月の水準は 69.81 と、1973 年 1 月以来の低水準であった 2014 年 12 月（69.2）に次ぐ歴史的な低水準を記録している。およそ 42 年ぶりの低水準ということになる。

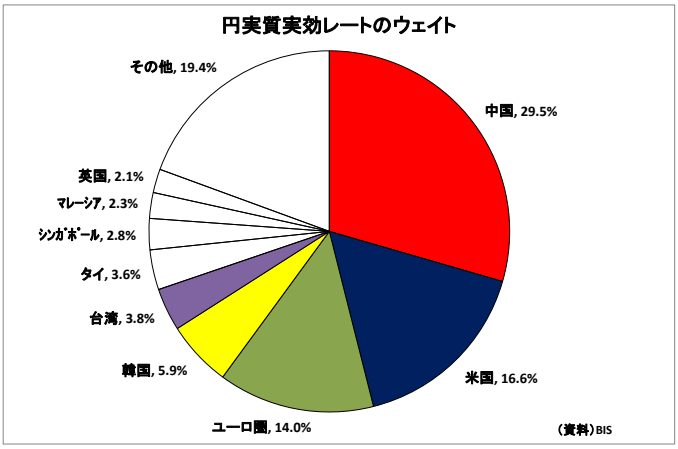
一方、最も一般的な為替レートである円の対ドルレート（以下、ドル円レート）は、近年急速な円安基調にあるものの、5 月平均で 1 ドル＝120.7 円に留まり、1973 年 1 月平均の 301.96 円とは大きく乖離し、直近の水準は 1973 年 1 月時点と比べれば 2.5 倍もの円高水準にある。

このように、実質実効レートとドル円レートの水準感は全く異なるが、その背景には二つの概念の違いがある。一つは範囲の違いだ。

①実効化という概念

ドル円レートが円とドルという２通貨間の為替レートであるのに対し、円の実効レートは円と複数の主要通貨の間の為替レートを総合的に反映している。具体的には、日本との間の貿易シェア[2]をウェイトとして用いて、主要通貨との２国間為替レートを加重平均している。それが円の（名目）実効レートとなる（図表２）。

（図表３）



日銀が公表している BIS 算出の円実効レートについて現在のウェイトを確認すると（図表３）、最大のウェイトを持つのが、日本との貿易が拡大してきた中国（人民元）で、その比率は 29.5%に達する。それに次ぐのが米国（ドル）の 16.6%であり、さらにユーロ圏（ユーロ）の 14.0%が続く。この 3 カ国（通貨）で、円実効レートにおける総ウェイトの約 6 割を占め、実効レートに与える影響力が極めて大きい。

ただし、この（名目）実効レートの直近の値（75.48）は 1973 年 1 月の値（26.07）の 2.9 倍に相当し、ドル円レートの上昇率 2.5 倍を上回るため、実効化という概念では実質実効レートとドル円レートの乖離を説明できない。そこで次に登場するのが実質化という概念だ。

②実質化という概念

通貨の実力を測る際には、通貨間の物価上昇率格差を勘案する必要がある。それは、他国に比べて物価上昇率が高いこと・低いことはそれぞれ為替レートの上昇・下落と同様の意味を持つためだ。例えば、他国よりも物価上昇率が低い（高い）ということは、それだけ他国よりも製品コストが低く（高

[1] 日銀は BIS 算出の、Broad ベース（61 カ国）の実効為替レートを利用。1993 年以前については、Broad ベースの計数が存在しないため、Narrow ベース（27 カ国）の前月比伸び率を用いて、過去に遡って延長推計。2010 年=100 とする指数。

[2] BIS では、第三国競争も加味した貿易額ウェイトを採用している。

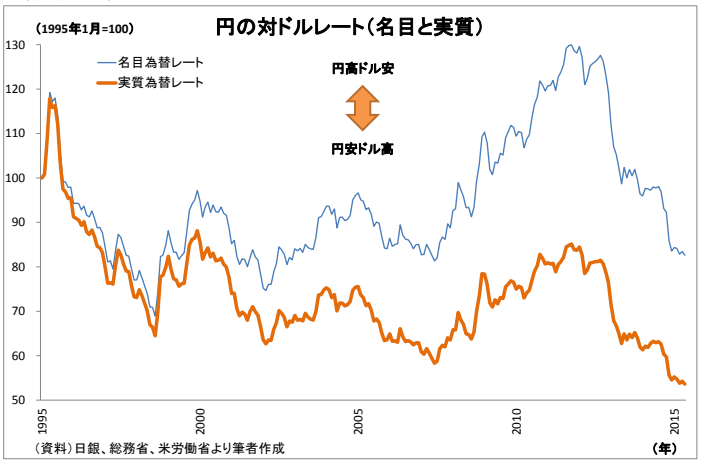
く）なるということであり、円安（円高）と同様の効果が生まれるためである。

実質実効レートを体感できる典型的な例としては、海外旅行・出張が挙げられる。最近、久々に海外に行くと、かつてに比べてモノ・サービスの円換算価格が大幅に上がったように感じるだろう。それは、通貨が円安に振れたことで、現地価格の円換算価格が上がったことに加えて、そもそも現地における（現地通貨建ての）物価上昇率が日本を上回っていたためである。反対に、海外から日本への訪問客にとってみると、円安によって日本で販売されているモノ・サービスの自国通貨換算価格が下がったことに加えて、自国に比べて日本の物価上昇が低く抑えられてきたことで、かなり安く感じるはずだ。

そこで、実際に普段我々が目にしている（名目）ドル円レートを日米の消費者物価上昇率を用いて実質化してみよう。

日本で物価上昇率がマイナスになり始めた1995年の1月を起点として100とした場合、直近 5 月の実質ドル円レートは 53.6 となる（図表4）。一方で（名目）ドル円レートも同様に 1995 年の 1 月を起点として 100 とすると、直近5月では82.6となる。つまり、名目のドル円レートが約2割の円安ドル高に留まっているのに対し、実質ドル円レートは約5割も円安ドル高となっており、この差は物価上昇率格差によるものということになる。

（図表４）



具体的には、この期間の米国の物価が57.4%上昇しているのに対し、デフレ時代が続いた日本の物価は 2.4%しか上昇していないため、低インフレであった日本の円が実質レート上減価し、名目よりも大幅な円安として計算されるというわけだ(注)。

（注）ちなみに、2 国間の為替決定理論の一つに購買力平価、すなわち「（他国に対して）高インフレである国の通貨は物価上昇率格差の分だけ下落し、逆に低インフレである国の通貨は上昇する」という考え方がある。この理論が常に完全に成り立つとすれば、物価上昇率格差は名目為替レートに反映されるため、実質為替レートは横ばいになる。ただし、購買力平価は長期において傾向が確認できるものであり、また実際には他の為替変動要因も為替に影響するため、常に成り立っているわけではない。結果、実質為替レートは大きく変動している。

つまり、実質実効レートは、我々が普段目にする複数の2国（通貨）間の（名目）為替レートを物価上昇率で実質化したうえで、複数の実質為替レートを貿易ウェイト等で加重平均（実効化）したものとなる。

そして、実質実効レートがドル円レートよりも大幅な円安となっているのは、日本の物価上昇率が海外よりも低位な状態が長らく続き、内外物価上昇率格差が累積的に実質実効レートの押し下げに働いているためである。

2｜円実効レートの相対的な位置付け

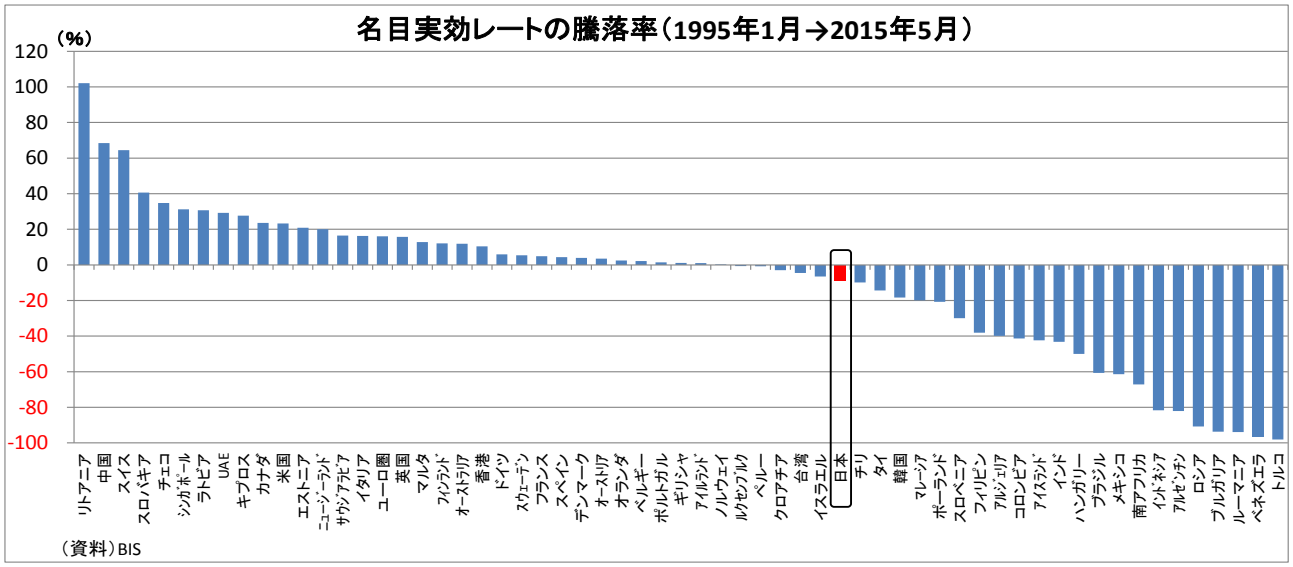
ここまで、円の実効レートの動向を見てきたが、国際的に見た場合の位置付けを見てみよう。

いつを起点とするかで結果はだいぶ異なるが、日本でデフレ傾向が出始めた 1995 年を起点として、BIS が対象とする 61 カ国（通貨）の名目実効レート上昇率（1995 年 1 月→2015 年 5 月）をランキングすると、日本（円）の上昇率は 39 番目と、全体の中ではやや下位に位置する（図表 5）。

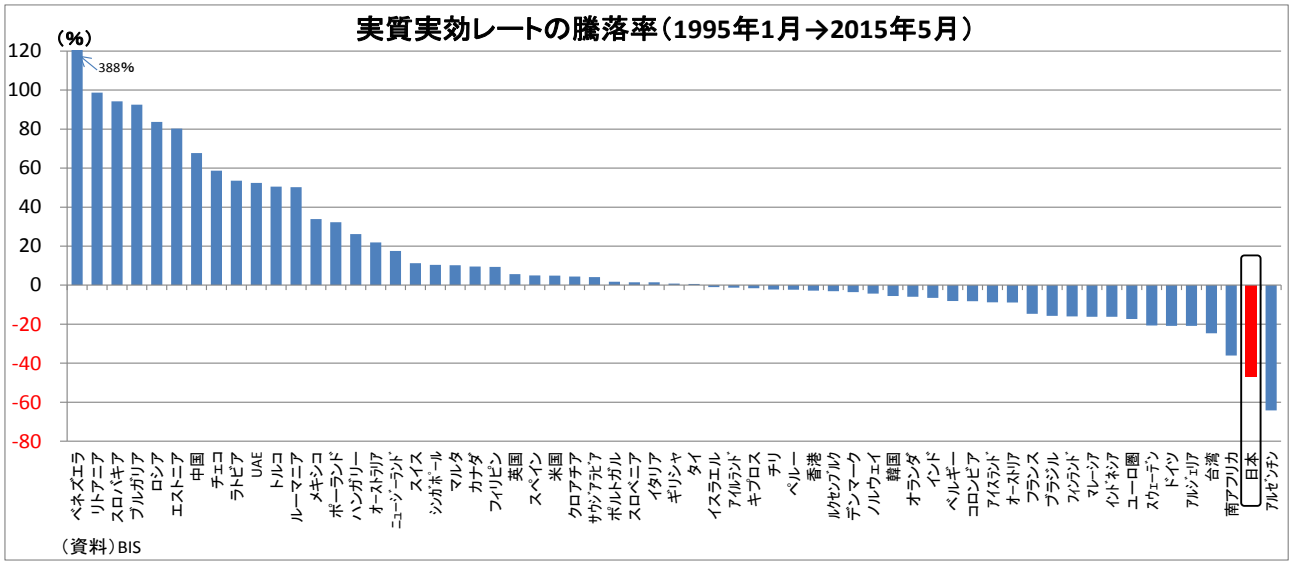
次に同様に、実質実効レート上昇率でランキングすると、日本（円）は下から 2 番目と、殆ど最下位レベルまで落ちる（図表 6）。世界では物価上昇率がプラスであることが通常であるため、その中でデフレであった日本（円）の実質実効レートが相対的に大きく下落し、順位を落とした形だ。

さらに国別で見ると、日本の実効レートに最大の影響を与える中国（人民元）の実質実効レートがこの間に大きく上昇したことが、日本（円）の実質実効レート押し下げに大きく寄与した。

（図表５）



（図表６）



Copyright ©2015 NLI Research Institute All rights reserved

2――実質実効レート下落（真の円安）は何をもたらすか？

1｜実体経済への影響

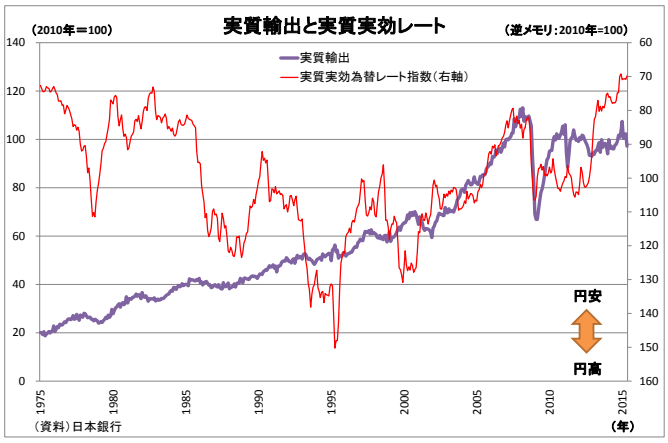
既述のとおり、実質実効レートは通貨の総合力、真の実力を示すことから、現在の円相場は実質的に歴史的な低水準にまで下落していることになる。

そうした中、わが国では「これ以上の円安は経済にプラスかマイナスか」という議論が活発化しているが、「円安が日本経済に与える影響」は多岐にわたり、メリット、デメリットの双方がある。典型的なメリットとしては、輸出数量の増加、企業収益の改善、株価の上昇、訪日外国人消費の増加などが挙げられ、これらは賃上げとその先の消費にも波及することで経済成長に寄与する。一方でデメリットとしては、輸入物価上昇を通じた国内物価上昇が挙げられる。これは企業のコスト増加、家計の購買力低下に繋がり、投資と消費の抑制要因になる。

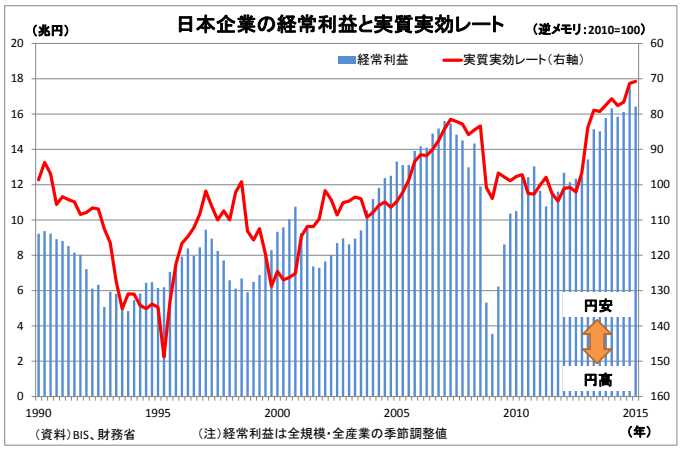
実際のデータでこの関係性が確認できるかどうか、実質実効レートと各種経済指標を並べてみよう。まず、輸出数量（実質輸出）については、かつては実質実効レートとの連動性が強かった時期もあったが、2008 年のリーマン・ショック以降は連動性が希薄になっている（図表 7）。これは日本企業の海外現地生産の流れ等によって、従来よりも為替と輸出数量の関係が弱まっているためと考えられる。

次に、法人企業統計上の日本企業の利益については、期間を通じて実質実効レートとの強い連動性が確認できる（図表 8）。上記のとおり近年は円安が進行した割に輸出数量が伸びていないが、円安によって輸出採算が向上（ドル建て売上の円換算価格が上昇）しているためだ。

（図表７）



（図表８）



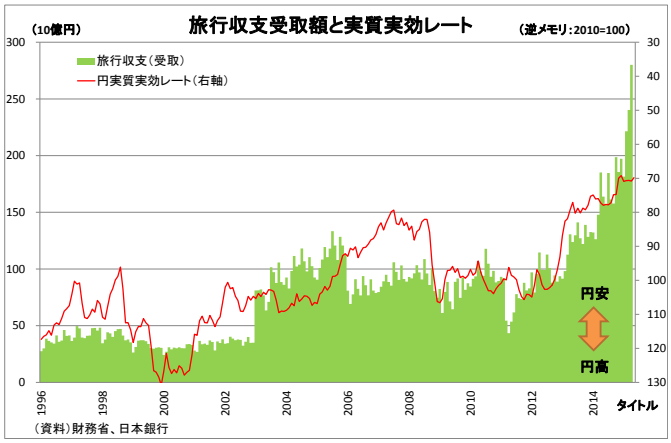
株価については、1990 年代まではあまり実質実効レートとの関連が見られなかったが、2000 年代に入ってからは強い連動性が確認できる（図表 9）。バブルとその崩壊の影響が薄れるにつれ、さらに内需が低迷する一方でグローバル化によって輸出のウェイトが高まるにつれて、為替が株価形成において重視されるようになったと推察される。

訪日外国人消費については、その金額が現れる旅行収支の受取額と実質実効レートを比べてみると、それなりの連動性は確認できるのだが、あまり強くはない（図表 10）。円安がプラスに効いているのは確実と思われるが、米同時多発テロや SARS、東日本大震災といった旅行に影響を与える事象の発生

やビザの緩和といった政策対応の影響が大きかったためと考えられる。

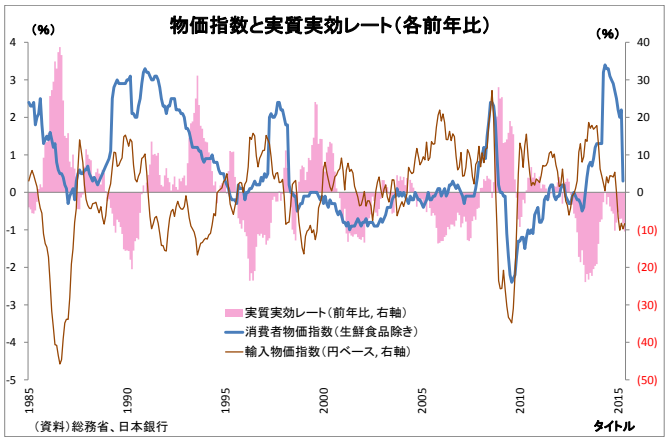
（図表９）

（図表 10）



最後に、物価上昇率と実質実効レート（前年比）との関係を見ると、輸入物価と実質実効レートの間には即時の「円安＝物価下落」という関係性が見られる（図表 11）。また、消費者物価と実質実効レートとの間にはかなりのタイムラグを置いて、「円安＝物価下落」という関係性が確認できる。輸入物価が消費者物価にまで波及するには、ある程度の時間がかかるためと考えられる。

（図表 11）



（図表 12）

円の実質実効レート、対ドルレートとの相関係数

	実質輸出	経常利益	日経平均株価	旅行収支受取額	輸入物価上昇率	消費者物価上昇率
実質実効レート	▲0.35	▲0.69	▲0.83	▲0.65	▲0.69	▲0.68
対ドルレート	▲0.01	▲0.45	▲0.85	▲0.35	▲0.38	▲0.61

（注）・対象期間は2005年～直近、月次での相関係数（経常利益のみ四半期次）を計算。
・物価関連については前年比上昇率のため、為替も前年比上昇率を使用。
・輸出数量、消費者物価上昇率（生鮮食品除く、増税の影響除く）は波及のタイムラグを考慮し、各6ヵ月、12ヵ月前の実質実効レートとの間の相関係数とした。
・逆相関関係が強い方に丸印を記載。

以上の関係性の強さを数値で表すため、円の実質実効レートと各経済指標との間の相関係数を計算してみると（図表 12）、輸出数量（実質輸出）以外の相関係数の絶対値は 0.6 を超えており[3]、高い逆相関関係が確認できる。

もちろん、各経済指標は実質実効レートのみで動くわけではなく、様々な要因が作用している。ただし、実質実効レートとの間に高い逆相関関係が確認できることから、最初に挙げた「円安が日本経済に与える影響」については、輸出数量を除いて、各メリット・デメリットともにデータ上で事実として確認できると言えるだろう。

[3] 円が下落すると経済指標が押し上げられる関係性のため、相関係数はマイナス（逆相関関係）となる

 Copyright ©2015 NLI Research Institute All rights reserved

2｜実質実効レートの重要性（VS ドル円レート）

ここで、実質実効レートを用いる意味を考えるため、ドル円レート（円の対ドルレート）と上記の各経済指標との間の相関係数も算出してみたところ（図表 12）、株価を除く全ての指標において、ドル円レートの相関係数の絶対値は実質実効レートを下回った。

このことは、実質実効レートの方がドル円レートよりも全般的に実体経済との連動性が高いことを示しており、特にまとまった期間の経済を見るにあたって実質実効レートを見ることの重要性を示唆している。

3――実質実効レートは今後どうなる？

1｜さらに円安へ

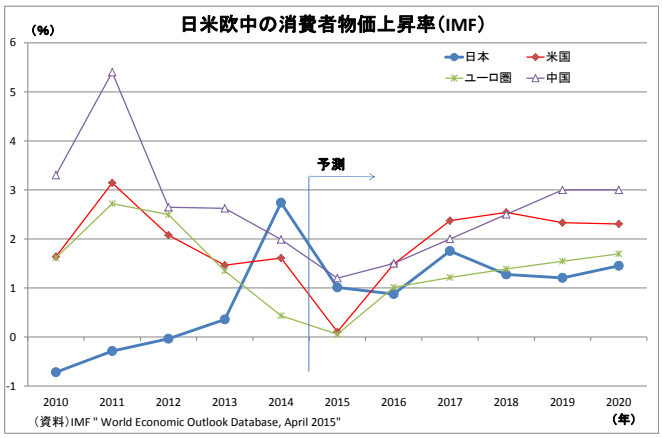
それでは、現在過去最低レベルにある実質実効レートは、今後どうなるのであろうか。既述のとおり、黒田総裁は「さらに円安になることはありそうにない」との認識を示しているが、筆者は全くそう思えない。

その理由は今後の日本の物価動向に帰結する。日銀は消費者物価上昇率について、「2016 年度前半頃に 2%に達する」との見通しを示しているが、楽観的であり、実現可能性は低い。

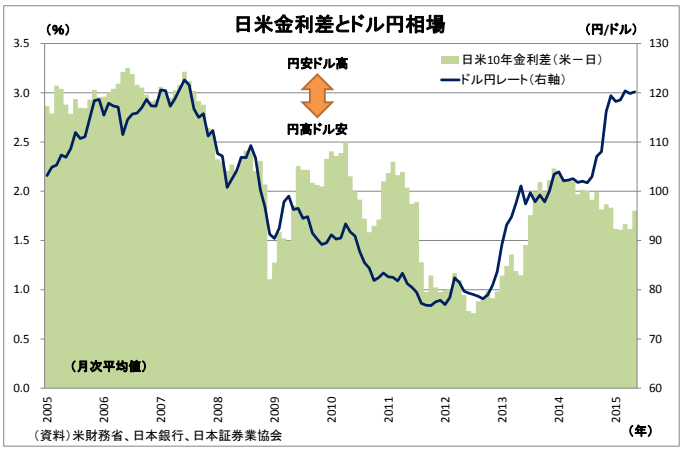
IMF の世界経済見通しでも、日本の物価上昇率は１％前後～１％台での推移が続き、さらに基調として中国、米国の物価上昇率を下回る見通しとなっている（図表 13）。円の実質実効レートのウェイトにおいて、両国は半分弱を占めるだけに、内外物価上昇率格差の面で、円実質実効レートにはかつてほどではないにせよ、下落圧力がかかり続ける。

さらに、名目実効レートも下落に向かうだろう。日本では 2%の物価目標達成が遅れ、異次元緩和が続く一方で、米国は年内にも利上げを開始する可能性が高い。そうなると、為替のセオリーどおり、米金利上昇に伴って日米金利差が拡大し、ドル円レートは円安ドル高に向かう（図表 14）。また、人民元は通貨当局が取引を管理し、為替を一定の範囲内に誘導する管理フロート制であり、ドルとの連動性が強いため、ドルの上昇につられて対円で上昇すると考えられる。ウェイトの高い米国・中国の通貨が上昇することで、円の名目実効レートは下落するだろう。

（図表 13）



（図表 14）



Copyright ©2015 NLI Research Institute All rights reserved

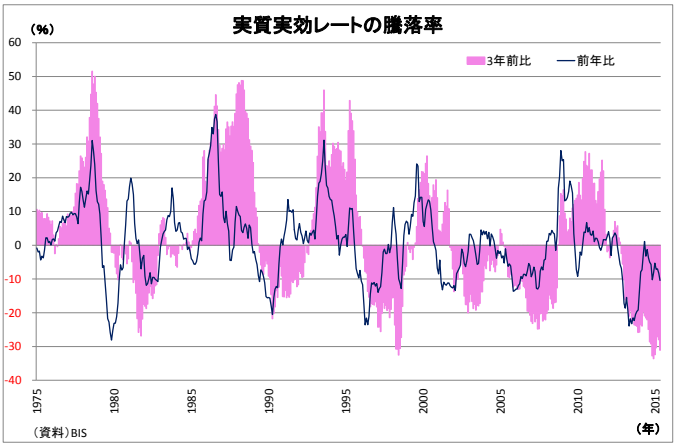
つまり、物価要因でも名目でも下落圧力が加わるため、円の実質実効レートは引き続き下落に向かうと予想される。この際、日本経済においては、現在既に顕在化している各メリットとデメリットがさらに強まると考えられる。

2｜スピードも重要な要素

これまでは、実質実効レートの水準や方向性に着目してきたが、変動のスピードという視点も重要となる。

直近５月の円実質実効レートは、“前年比”でみると▲10.4%と、それほど円安というわけではないものの、“3 年前比”で見ると▲31.1%もの大幅な円安であり、マイナス幅は過去最大レベルにある（図表 15）。

（図表 15）



短期間での急速な円安は、企業や家計などの経済主体にとって環境の急変に繋がる。メリット・デメリットともに影響が急激に出やすいためだ。特にデメリットについては、時間をかけた緩やかな変化であれば対処可能なことも、急激な変化になると対処困難になる可能性がある。

今後とも円安の絶対水準だけでなく、そのスピード感も重要になる。

3｜いずれ直面するリスク

上記のとおり、実質実効レートはしばらく円安基調で推移する可能性が高いが、長期で考えた場合はいずれ円高局面を迎えるはずだ。そして、その節目は、日銀の出口、すなわち異次元緩和縮小が市場で意識される時だと考えられる。その際は、強力な円安材料となってきた異次元緩和が終了に向かうため、名目実効レートが上昇に転じるだろう。

1990 年代以降の過去の円高局面では、「日本はデフレ、海外はインフレ」という構図であったため、円名目実効レートの上昇を内外物価上昇率格差が吸収し、実質実効レートの上昇がかなり緩和されていた（図表１）。

ただし、次に訪れる円高局面では内外物価上昇率格差による吸収があまり働かない可能性が高い。日銀が２%の物価目標を達成したうえで異次元緩和を手仕舞うのか、それとも今後目標の修正が入るのかは不透明だが、既に物価上昇率はマイナスを脱しており、今後も高齢化による構造的な人手不足などから、物価上昇率がマイナスに回帰する可能性が低減しているためだ。この場合、名目実効レートの上昇が内外物価上昇率格差であまり吸収されないため、実質実効レートの上昇幅が大きくなりかねない。

実質実効レートの大幅な上昇は、企業収益や株価などに多大なマイナス影響を与えるだけに、日本経済にとって大きなリスクになる。そして、このリスクを避けられるかどうかに関しては、日銀の出口戦略の巧拙が極めて重要なカギを握ることになる。

Copyright ©2015 NLI Research Institute All rights reserved