

まるわかり “実質実効為替レート”

“50年ぶりの円安”という根深い問題



経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
tueno@nli-research.co.jp

※ 本稿は2022年3月30日発行「基礎研レポート」を
加筆・修正したものである。

2021年終盤以降、実質実効為替レート（以下、「実質実効レート」）に対する注目が高まっている。円の実質実効レートがおよそ50年ぶりの低水準にまで下落したことで、その悪影響への懸念が高まっているためだ。

筆者はかねてより、折に触れて実質実効レートをフォローしてきた¹が、改めて注目が高まる今、意味合いや動向を解説したうえで、その背景や影響、先行きについて考察したい。

1——実質実効為替レートの意味

まず、実質実効レートの意味合いから確認すると、一般的には「通貨の実力」や「内外の物価差を考慮した円の実質的な価値」などと説明されることが多い。簡潔に説明する場合にはそのような表現となるが、より厳密に言えば、実質実効レートとは、「自国の財・サービス価格の海外の財・サービス価格に対する相対比（割安・割高度）」を示すものである。また、その状態をもたらしている為替レートのことと言い換えることもできる。

そして、実質実効レートは、我々が普段目にする2国間の通貨の交換比率である「ドル円レート」などに、「実質」、「実効」という2つの要素を加味したものと言える。

1 | 実質為替レートとは

まず、「実質」要素を加味した「実質為替レート」とは、「自国の財・サービス価格のある外国の財・サービス価格に対する相対比（割安・割高度）」を示すものである。一般的には外貨建て名目為替レート²をベースに、基準時点を100として月次で計算される。

分かりやすく言い換えると、内外物価変動による通貨の購買力（財・サービスを購入する力）の変化を名目為替レートに加味したものとなる。ある国の物価上昇率が他国に比べて高いこと・低いことは、外国財・サービスに対する購買力の観点から言うと、それぞれ為替レートの上昇・下落と

¹ 「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”」（ニッセイ基礎研レポート 2015-06-30）、
「現在の円相場はこの20年で最も円安？」（年金ストラテジー (Vol.204) June 2013）、
「改めて問う“円高とは？”～実質実効レートでみる円相場」（ニッセイ基礎研レポート 2010年10月号）

² 「1円=0.01ドル」というように、自国通貨1単位の価値を外国通貨で表した為替レートのこと。ちなみに、一般的な「1ドル=100円」という表記は、外国通貨1単位の価値を自国通貨で表す「自国通貨建て為替レート」である。

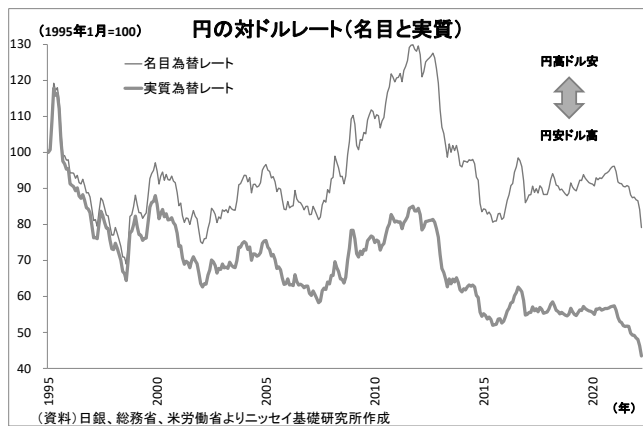
同様の意味を持つため、名目為替レートに両国の物価水準の比率を反映させることで、「自国の財・サービス価格のある外国の財・サービス価格に対する相対比（割安・割高度）」が導き出される。実質為替レートの計算式は以下の通りとなる。

$$\text{実質為替レート} = \text{外貨建て名目為替レート} \times \left(\frac{\text{自国の物価指数}}{\text{他国の物価指数}} \right)$$

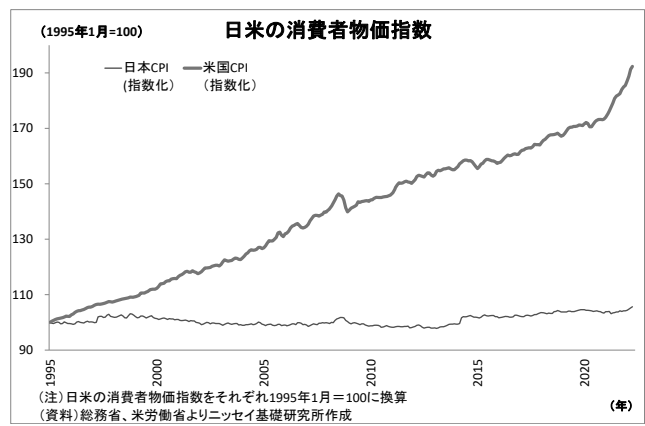
具体例として、円の対ドルレートについて、実質為替レートを作成したものが図表 1 だ。1995 年 1 月を基準時点として水準を 100 とした場合、2022 年 4 月の水準は 43.5 になる。

これが意味するのは、この間に、「日本の財・サービス価格の米国の財・サービス価格に対する相対比が半分以下に落ちた」（または、「米国の財・サービス価格の日本の財・サービス価格に対する相対比が倍以上に上がった」ということだ。この間に、円の対ドルレートが 79.1 まで 20.9% 下落（円安が進行）したうえ、日本の消費者物価指数の米消費者物価指数に対する比率が基準時点の 0.55 倍にまで低下（図表 2）したことで、実質為替レートが追加的に押し下げられた。

（図表 1）



（図表 2）



2 | 実効為替レートとは

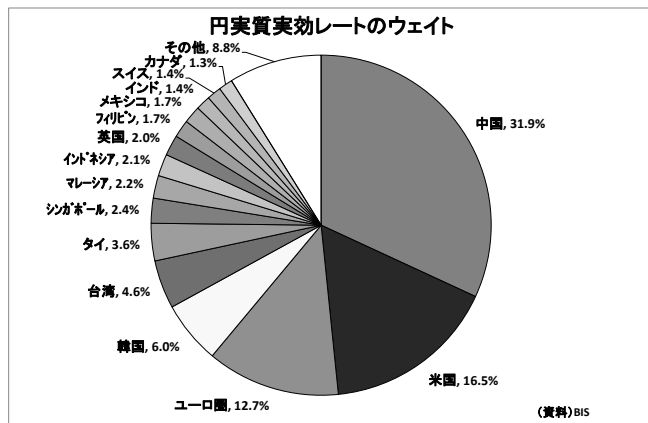
次に、名目為替レートに「実効」要素を加味した「実効為替レート」について見てみよう。

ドル円レートのように、普段目にする名目為替レートが 2 通貨間の交換レートであるのに対し、実効レートはある通貨と幅広い通貨の間の為替レートを総合的に反映したものだ。

具体的には、ある国の貿易額における相手国別の割合をウェイトとして用いて、当該国とそれぞれの国の通貨との間の為替レートを加重平均して算出する。こちらも、外貨建て名目為替レートをベースに、基準時点を 100 として計算されるのが一般的だ。

世界で幅広く使われ、国内でも日銀が算出する実効レートの元となっている BIS 公表の実効レート³（Broad ベース）では、各国通貨について、2014-2016 年における 60 カ国分の貿易額をウェイト

（図表 3）

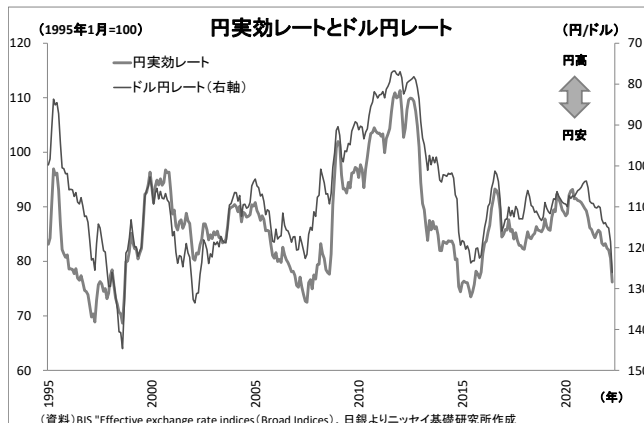


³ 日銀は BIS 算出の、Broad ベース（60 カ国）の実効為替レートを利用。1993 年以前については、Broad ベースの計数が存在しないため、Narrow ベース（27 カ国）の前月比伸び率を用いて、過去に遡って延長推計している。

トとして使用しており、円実効レートについてのウェイトを示したのが図表3になる。ここで最大のウェイトを占めるのは、日本との貿易が拡大してきた中国（人民元）で、その割合は31.9%に達する。それに次ぐのが米国（ドル）の16.5%で、その後にユーロ圏（ユーロ）やアジア各国が続く。

ここで、円実効レートの長期推移を示したのが図表4になるが、ドル円レートと概ね連動した動きを示している。為替変動要因のうち、円（日本）側の要因はドルのみならず、多くの通貨に対して幅広く影響することに加えて、円実効レートにおいて最大のウェイトを占める中国人民元の為替レートが、2005年までドルにペッグされ、その後も管理変動相場制の下でドルと連動性の高い動きを続けていることがその背景として挙げられる。

(図表4)



以上、「実質」と「実効」という2つの概念を見てきたが、「実質実効レート」は、この2つの概念を組み合わせたもの、つまり、ある通貨と多くの通貨間の為替レートを物価指数で「実質」化したうえで、当該国の貿易ウェイトによって「実効」化（加重平均）したものということになる。

2—実質実効レートの動向～50年ぶりの低水準に

次に、円の実質実効レートについて長期推移を見てみると（図表5）、2022年4月の水準（60.91）は約50年前である1971年8月（58.41）以来の低水準に下落している。当時はちょうどニクソンショックが勃発して、ドル円レートが割安となっていた1ドル360円の固定相場制から完全変動相場制へと移行を始めた時期にあたり、まだ1ドル356円（月次平均）という円安水準にあった。

(図表5)

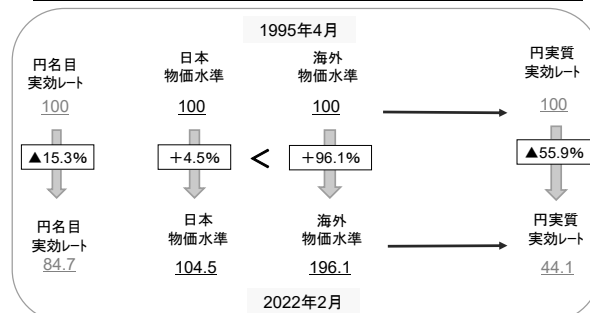


そして、実質実効レートについて、大きなトレンドを捉えると、1995年4月にピークの150.84を付けた後は長期にわたって下落基調にある。

ただし、2022年2月の（名目）実効レートは1995年4月から15.3%下落したに過ぎないのに対し、この間の円実質実効レートは下落幅は55.9%に達している。その理由は、この間の日本の物価上昇率が海外の物価上昇率を大きく下回ったためだ。

(図表6)

円実質実効レート下落の簡略化した全体像(1995/4～)



(注)円名目・実質実効レートと日本・海外物価水準は1995年4月時点それぞれ100とし、2022年2月時点は1995年4月を100とした場合のそれぞれの実績値を使用。なお、海外物価水準はBIS公表の各国CPIを日本の貿易シェアで案分して算出した概算値（一部欠損データあり、2022年2月のCPIは各国の直近判明月分を使用）。（資料）BISデータをもとに、ニッセイ基礎研究所作成

具体的には、海外の消費者物価指数⁴がこの間に約2倍に上昇したのに対し、日本の消費者物価指数の上昇率は5%程度に留まり、円実効レート算出対象国（図表3）の物価上昇率を軒並み下回った。このため、円の各通貨に対する実質為替レートはそれぞれの名目為替レートを下回り、各実質為替レートを加重平均した実質実効為替レートを大幅に押し下げた形となっている（図表6）。

3——実質実効為替レート下落の背景

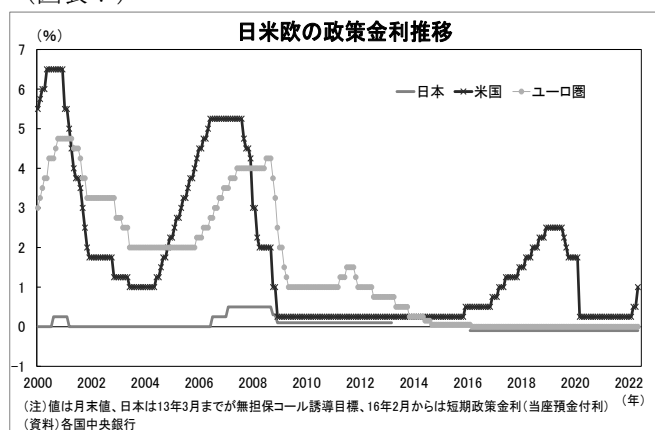
1 | 金融緩和の常態化

このように、海外で物価が上昇するなかで日本の物価が長期にわたって横ばい圏に留まったことが実質実効レートの下落に大きく作用した形となっている。しかしながら、本来、購買力平価の考え方によれば、円のように「相対的に低インフレの国の通貨は相対的に購買力が上昇しているため、名目実効レートが上昇して、インフレ格差分の下落圧力が相殺される」はずだ。それにもかかわらず、円の名目実効レートが上がらなかった背景には、日銀による金融緩和の常態化の存在がある。

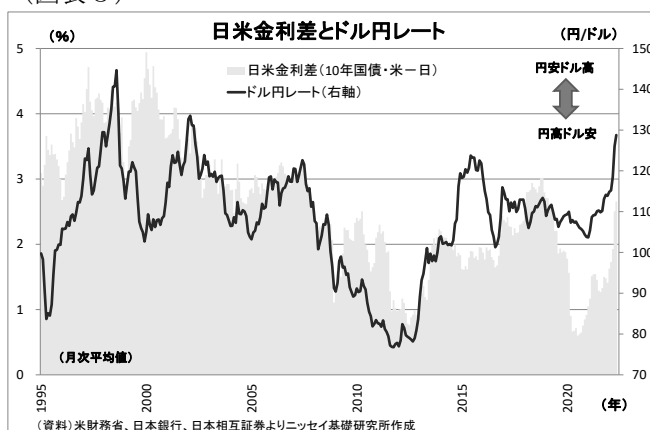
日銀は1990年代の終わり頃からデフレ脱却を目指して、長期にわたって金融政策を緩和的に維持してきた（図表6）。とりわけ安倍政権が発足した後は2%の物価目標を掲げて大規模緩和に踏み切り、2016年秋には長期金利に目標を設定して「ゼロ%程度」に抑制することとした。こうした対応にもかかわらず物価目標の未達が続いているため、大規模緩和は出口の見えない状況に陥っている。この結果、代表的な市場金利である日本の長期金利（10年国債利回り）は極めて低位での推移が続いている。

一方、この間海外では、たびたび金融引き締めが行われてきたほか、金融緩和局面でも日銀ほど極端な緩和策が採られなかったことから、殆どの国の長期金利は日本を上回って推移してきた。内外金利差と為替レートには一定の連動性がみられることから、海外での金融緩和縮小・引き締め時には円安圧力が強まる傾向がある（図表8）。最近も、米国やユーロ圏・英国など海外主要国で緩和の縮小や引き締めが相次いでおり、日銀が緩和を続けるなかで、内外金利差の拡大に伴って円安が進んでいる。

（図表7）



（図表8）



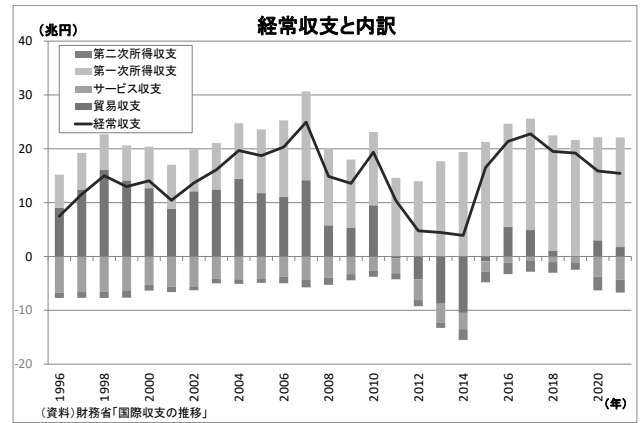
⁴ BIS 実質実効レートの対象国（60カ国ベース）の各消費者物価指数を日本の貿易シェアで案分した概念

2 | 国際収支構造の変化

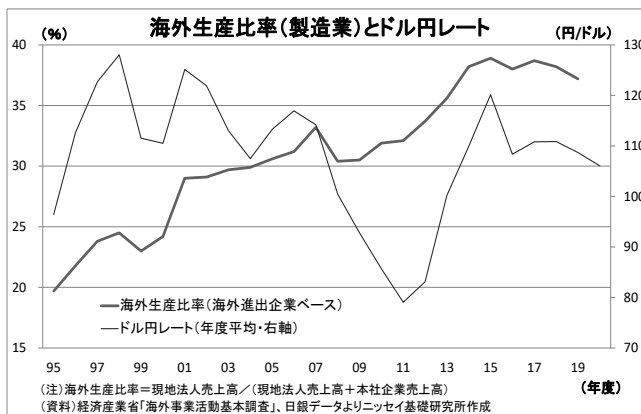
また、日本の国際収支の構造変化、すなわち日本と海外との経済取引構造が変化し、円の実需が減少したことも、円の名目実効レートの下落に繋がっている（図表9）。

まず、貿易収支面では、2008年のリーマンショック前後の円高進行や地産地消の流れによって、企業の生産拠点の海外シフトが加速し（図表10）、輸出数量が伸びづらくなった。一方で、2000年代半ば頃からは世界的な需要の増加や供給の抑制などから原油価格が上昇し、高値を維持したことで、原油ならびに原油との価格連動性の高いLNG（液化天然ガス）の輸入額が高止まりした（図表11）。この結果、2000年代半ば頃まで10兆円前後の黒字を維持していた日本の貿易収支がこの10年程度はほぼゼロ⁵に落ち込み、外貨を円に交換する円転需要の減少に繋がった。

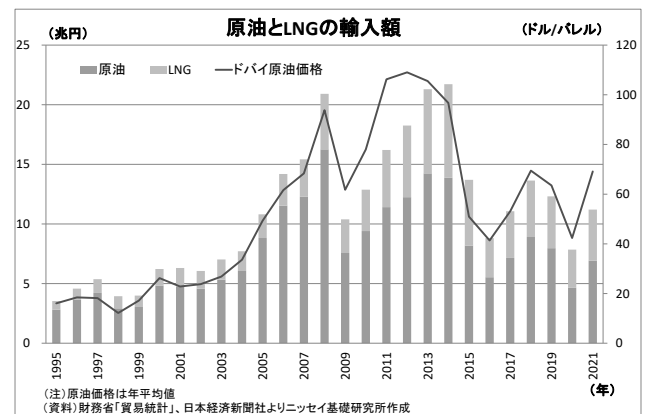
（図表9）



（図表10）



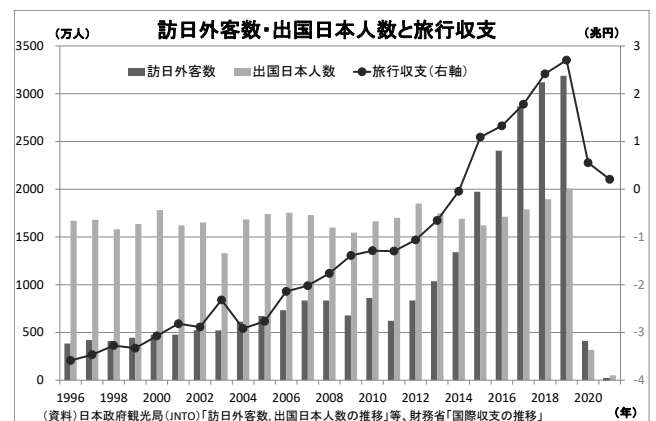
（図表11）



さらに、従来、訪日客の増加を背景に長期にわたって経常黒字の下支えに寄与してきた旅行収支（サービス収支の内訳）が、近年のコロナ禍に伴う水際対策による訪日客の急減によって黒字幅を大幅に縮小させたことも、円転需要の減少に繋がっている。

日本の旅行収支は、ピークであった2019年までの20年間で6兆円余り増加したが、その後の2年間で約2.5兆円減少している（図表12）。

（図表12）



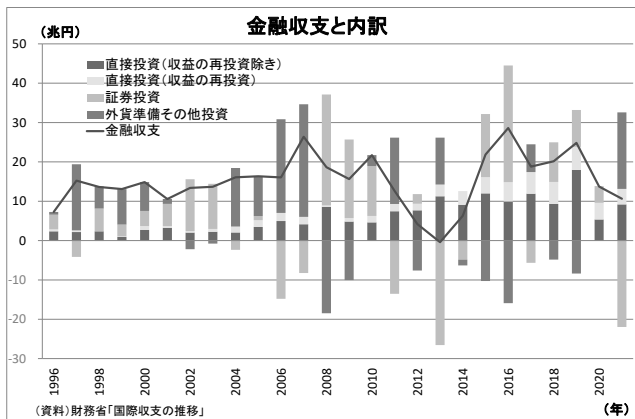
また、金融収支面において、企業の海外シフトに伴って子会社等への投資である直接投資額が伸びていることも、円を投資用の外貨に交換する円投需要の増加を通じて円の下落に繋がっている。2005年までの10年平均で2.4兆円であった直接投資額（計算上の概念である「収益の再投資」を除く）は、直近2021年までの10年平均では10.4兆円に増加している（図表13）。

なお、直接投資の増加に伴って、経常収支における第一次所得収支内の直接投資収益（子会社等

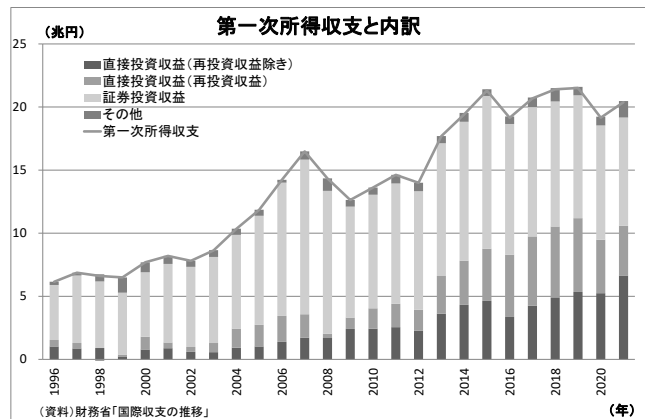
⁵ 2012～2021年の年平均は0.8兆円の赤字

からの利息・配当収入などを計上)も増加傾向にある。ただし、「再投資収益」⁶は子会社等の内部留保増加分を計算上の概念として計上しているにすぎず、実際の資金のやり取りを伴わないことから、これを除いたベースで見ると、増加ペースは直接投資と比べて限定的となっている(図表14)。

(図表13)



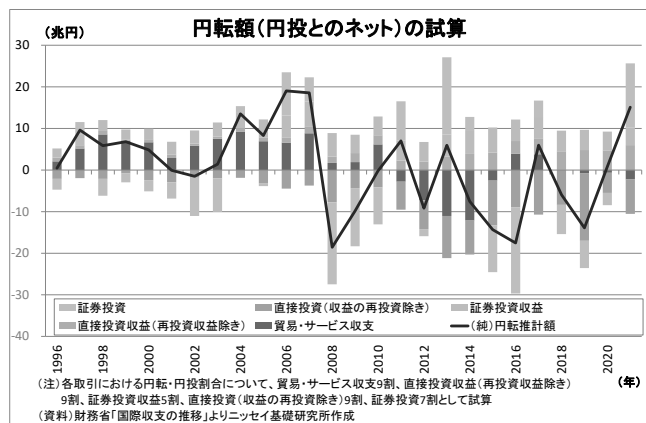
(図表14)



ちなみに、実際の対外取引においては、どの程度の割合で円と外貨の交換(すなわち円転・円投)が行われているかは不明であり、その割合も一定ではない。

しかしながら、企業の本業に直結する貿易収支や直接投資(再投資を除く)に絡む取引では運用目的である証券投資よりも円転・円投の割合が高いとみられることなどから一定の前提⁷を置いて日本の円投額(円投額とのネット)を試算すると(図表15)、2000年代後半以降は貿易・サービス収支の縮小や直接投資の拡大の影響が大きく、円転額(ネット)が下振れしている様子がうかがわれる。具体的には、2005年までの10年間の平均では4.9兆円のプラスであったものが、2021年までの10年間の平均では4.1兆円のマイナスに落ち込んでいる。

(図表15)



つまり、円の実質実効レート下落の原因としては、日本が低成長・物価低迷を脱することができず、日銀が大規模な緩和を常態化させるなか、企業がより成長の見込める海外へ生産拠点をシフトさせたことに加え、原油価格が高止まりしたことで円の実需が減少したこととまとめられる。

⁶ 子会社等が配当として分配しない収益のこと。国際収支統計では、この部分につき、実際に配当を行った後で投資家から再投資されたものとみなし、第一次所得収支と直接投資に各「再投資収益」、「収益の再投資」として同額を計上している。

⁷ 貿易・サービス収支9割、直接投資収益(再投資収益除き)9割、証券投資収益5割、直接投資(収益の再投資除き)9割、証券投資7割として試算

4—実質実効レート下落の影響

次に円の実質実効レートが下落してきたことの経済への影響に目を転じると、プラス面とマイナス面のそれぞれを挙げる事が出来る。

1 | プラス面

プラス面としては、まず輸出への好影響が挙げられる。実質実効レートは、「自国の財・サービス価格の海外の財・サービス価格に対する相対比（割安・割高度）」を示すことから、同レートの下落（円安）によって国内での生産コストが相対的に割安になっている。

これを受けて輸出財の価格引き下げを行った場合には、「輸出数量の増加」が見込まれる。一方、価格引き下げを行わない場合には円建て輸出売上が増加し、「輸出の採算が改善」することになる。

また、日本の大手上場企業には輸出企業が多いため、円安による収益改善を織り込み、株価が上昇するという副次的な効果も見込まれる。株価が上昇すれば、株を多く保有する富裕層を中心に消費における「一定の資産効果」も発生する。

さらに、円安になることで、日本への旅行コストが割安となり、「インバウンド消費（サービス輸出）が増える」効果もあるほか、海外からの利息・配当収入の円換算額が嵩上げされる効果もある。

ただし、既述の通り、リーマンショック前後から企業の生産拠点の海外シフトが進んだことで、円安にもかかわらず、日本の輸出数量は伸び悩んでいる（図表 16）。

また、コロナ禍で訪日客が途絶えた結果、インバウンド消費を押し上げる効果も消滅しているため、円安のプラス効果は近年低減していると考えられる。

（図表 16）



2 | マイナス面

次に実質実効レート下落によるマイナスの影響としては、輸入コストの増加が挙げられる。これは名目為替レートの下落や海外での物価上昇によって、自国の財・サービス価格に対して海外の財・サービス価格の相対比が上昇する（割高になる）ためだ。実際、円の実質実効レートと輸入物価指数（円ベース）の間には強い逆相関関係が確認できる⁸（図表 17）。

そして、輸入コストの増加は、商品への価格転嫁が進まない場合には企業収益の悪化要因となり、転嫁が進んだ場合には消費者物価の上昇を通じて家計の実質所得・購買力を押し下げる要因になる。

（図表 17）



⁸ 1995年1月～2022年2月までの両者の相関係数は-0.80

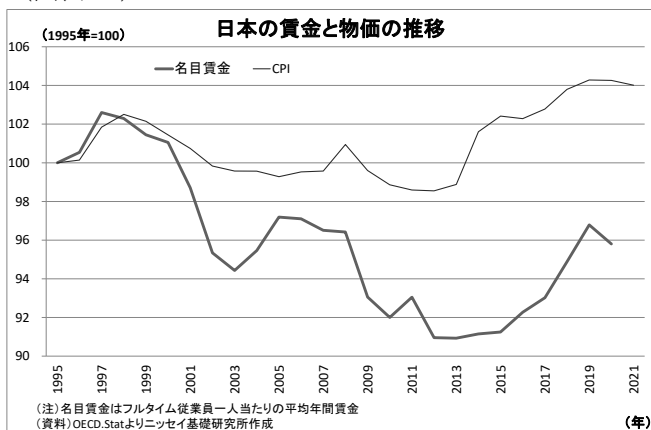
足元で進行中の輸入物価・消費者物価の上昇については、資源・エネルギー価格上昇の影響が大きく、実質実効レート下落の主因ではないものの、実質実効レート下落が、資源・エネルギー高による物価上昇圧力に拍車をかける形になっている。

3 | 問題の本質 (賃金下落)

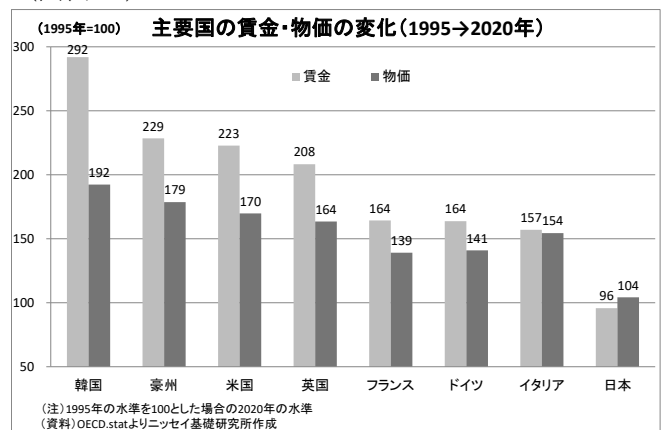
上記の通り、円の実質実効レート下落は、日本経済にとってプラス面もあればマイナス面もあり、「トータルで見てプラスなのか、マイナスなのか」という議論が最近よく見受けられる。例えば、日銀は2022年1月の展望レポートで実質実効レート下落の実質GDPへの効果について検証を行い、「近年も含め、統計的に有意にプラスである」と結論づけている⁹。

しかし、「トータルでプラス」だからといって問題ないわけではない。黒田日銀総裁も認めているように、円安の影響は経済主体によって不均一であるためだ。たとえ、実質実効レート下落によって輸出採算が向上して設備投資が活発化し、GDPが押し上げられたとしても、家計の実質賃金が押し下げられて消費が低迷するのであれば、バランスを欠き、経済の好循環や国民生活の改善も見込めない。

(図表 18)



(図表 19)



実際、日本の賃金は名実ともに低迷が顕著だ。定義にもよるが、OECDが算出している日本の一人当たり名目賃金は1995年から2020年にかけて4.2%減少している。この間、消費者物価¹⁰は4.0%上昇しているため、実質賃金は約8%も下落したことになる(図表18)。欧米などの先進主要国では、同期間の賃金上昇率が物価上昇率を上回り、実質賃金が大幅なプラスとなっているだけに、日本の賃金低迷ぶりは際立っている(図表19)。また、我が国では、この間に社会保険料が大きく増加しているため、手取りベースの賃金はさらに減少していることになる。

⁹ 「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」(2022年1月) P41~43

¹⁰ 消費税率引き上げの影響を含む

(賃金低迷の原因)

日本の賃金が低迷してきた原因について、企業収益を切り口に見てみると、まず、賃金の原資となる企業の稼ぎである「付加価値」が伸び悩んでいる。直近 2019～20 年度はコロナ禍による急激な収益悪化という特殊事情があったため、2018 年度の水準で見ると、1995 年度の水準に対して 13.4%増に留まる。これは、年率換算で 0.5%増に過ぎない(図表 20)。

一方、1995 年度から 2018 年度にかけて企業の人件費は増加したものの、その増加率は 2.7%増と付加価値の伸びより低く、年率換算では 0.1%増に留まる。付加価値の増加率を人件費の増加率が下回ったため、付加価値に占める人件費の割合である労働分配率 73.3%から 66.3%へと大きく低下している。

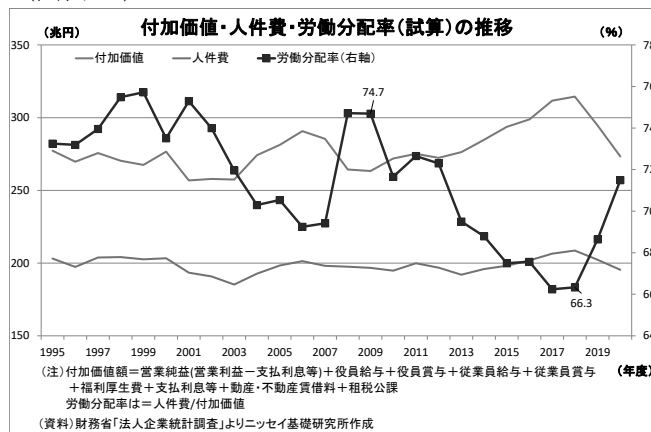
また、リーマンショックからの回復期にあたり、実質実効レートの下落も顕著であった 2009 年度以降について見た場合でも同様である。2018 年度の付加価値は 2009 年度に対して 19.4%増加した。円安が進んだ効果もあって、年率で 2.0%増と付加価値の伸びが比較的高い時期であったが、同期間の人件費は 6.0%増(年率 0.7%増)に留まり、やはり労働分配率は大きく低下している(74.7%→66.3%)。

次に、2009 年度～18 年度の付加価値と人件費の増減を業種別に見たのが図表 21 であり、以下の傾向が読み取れる。

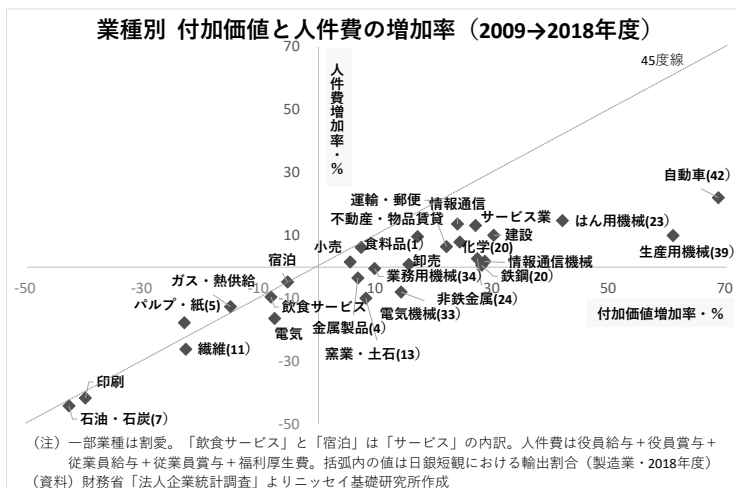
- ① 実質実効ベースで円安が進んだこともあり、輸出比率の高い業種の付加価値増加率が高い
- ② 付加価値増加率の高い業種では、人件費増加率も高い
- ③ ただし、付加価値増加率がプラスの業種の人件費増加率は、軒並み付加価値増加率を下回る

なお、③について補足すると、付加価値増加率を人件費増加率が下回った場合(45 度線を下回った場合)、労働分配率は低下することになる。

(図表 20)

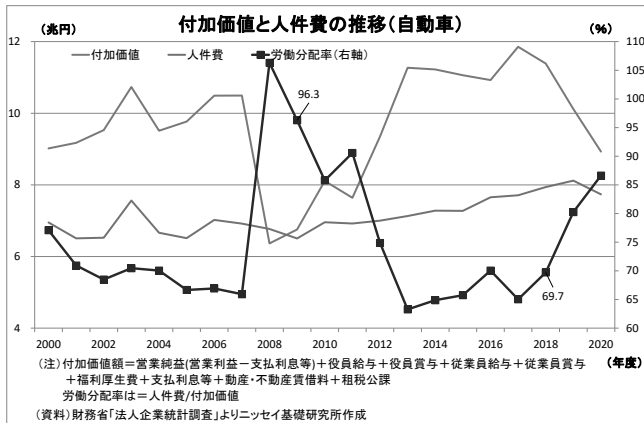


(図表 21)

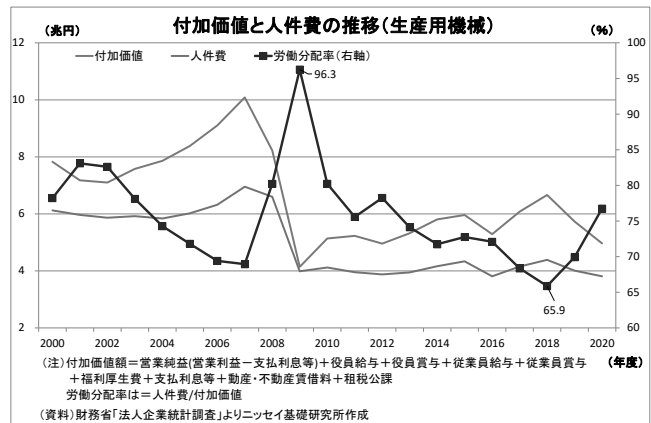


実際、特に輸出比率が高く、2009年度から2018年度にかけての付加価値増加率が高かった自動車と生産用機械について、この間の労働分配率を見てみると、ともに大きく低下している(図表22・23)。

(図表 22)



(図表 23)

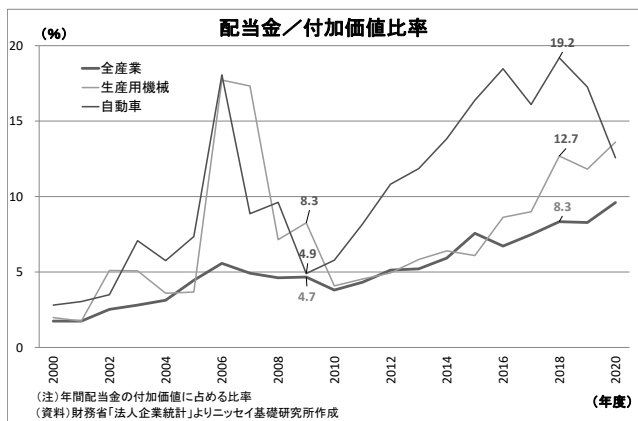


全業種計で見ても、この間に付加価値の増加とともに人件費が一応増加していることから、従業員に対しても一定の利益増加分の還元が行われてはいる。

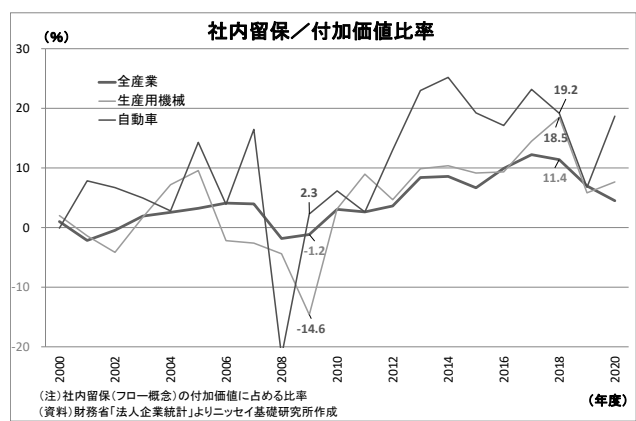
しかし、この間に配当金と社内留保(内部留保へ回す利益)の付加価値に占める割合が明確に上昇している点は注目に値する。特に付加価値増加率の高かった自動車、生産用機械では、配当金と社内留保の比率が全体よりも大きく上昇している。

このことから、この間に日本全体として人件費の増加が抑えられる中で、株主への配当や内部留保の蓄積に対して優先的に付加価値の分配が行われており、とりわけ付加価値増加率が高かった輸出産業でその傾向が強かった様子がうかがわれる(図表24・25)。

(図表 24)



(図表 25)



なお、日本の上場株の保有構成に占める個人の割合は投資信託経由分を含めても2割程度とみられ、大半の株は国内法人や海外投資家に保有されている。非上場株も経営者を除く一般の家計の保有割合はかなり低いとみられるため、一般家計にとって配当金増加の恩恵は限られる。

ここで、ここまでの内容を要約すると、以下の通りとなる。

- ①実質実効レートとは、「自国の財・サービス価格の海外の財・サービス価格に対する相対比(割安・割高度)」であり、その状態をもたらしている為替レートと言い換えることもできる。
- ②円の実質実効レートは1995年をピークに急落し、50年ぶりの低水準に落ち込んでいる。日本が低成長・物価低迷を脱することができず、日銀が大規模緩和を常態化させるなか、企業がより成長の見込める海外へ生産をシフトさせたことと原油高によって円の実需が減少したことが背景に

ある。

- ③実質実効レートの下落は資源高による物価上昇圧力に拍車をかけており、ただでさえ長期にわたって低迷してきた家計の実質賃金・購買力の押し下げに作用している。
- ④名目賃金の低迷の背景には、企業による付加価値創出の伸び悩みに加え、株主配当や内部留保の蓄積への付加価値分配が優先されてきたことがある。とりわけ円安が収益の追い風になってきた輸出産業でこの優先傾向が強い。

5——実質実効レートの行方と求められること

1 | 実質実効レートの行方

最後に実質実効レートの行方を考えると、自然体で行けば、今後少なくとも2年程度はさらに下落に向かう可能性が高い。

まず、海外よりも人々の予想物価上昇率の低い日本の物価上昇率が海外の物価上昇率を超えることは考えづらい。内外物価上昇率差の点では円の実質実効レートに下落圧力がかかり続けるだろう。

それでも、円の名目為替レートが物価上昇率格差分を打ち消すほど上昇すれば実質実効レートの持ち直しに繋がるが、それは見込みづらい。

日本の物価上昇率は2022年4月に日銀の目標水準である前年比2%に達したが、日銀はコストプッシュ型で持続性に欠けるとの理由で金融緩和を継続する構えだ。インフレ抑制に舵を切っている米国などの海外の主要中央銀行は金融引き締めを続けるとみられることから、2023年にかけて、強い円高圧力をもたらすような内外金利差の大幅な縮小は見込みづらい。

また、日本の貿易赤字に伴う実需の円売りをもたらしている原油高も長引きそうだ。西側諸国を中心にロシア産原油離れが続くことで、ロシアの原油輸出量が減少し、世界の原油需給がタイトな状況が続くとみられるためだ。

従って、輸出環境はさらに改善する一方で、家計の実質賃金・購買力はますます圧迫される状況が予想される。

なお、家計への悪影響や世論の悪化を受けて、政府・日銀が人為的に円の実質実効レート下落を止めに行くシナリオも否定はできないが、ハードルは高めだ。

政府（財務省）が円買いドル売り介入をするためには、外貨準備でおそらく米国債の形で保有しているドルを売る必要がある。しかし、米国債の売却やインフレ抑制効果のあるドル高を止めに行く行為が米政府の理解を得られるのかは不透明なうえ、日本単独の介入はこれまであまり効果を発揮してこなかった。

また、日銀が実質実効レートの下落を止めるために金融緩和を縮小したり、金融引き締めに転じたりすれば、市場金利が上昇してしまう。金利上昇は景気の逆風になるうえ、政府の利払いを増加させ、財政政策の余地も狭めてしまう。

またこれとは別に、リスクシナリオとして、海外経済が失速する場合も円の実質実効レートが持ち直すと考えられる。海外の主要中央銀行が金融緩和に転じることで内外金利差が縮小し、円に上昇圧力がかかるためだ。しかし、この場合は円高の進行に外需の減少が加わり、日本経済を取り巻く環境が大きく悪化すると考えられるため、望ましいシナリオとは言えない。

2 | 実質実効レート下落に対して求められること

今後、円の実質実効レートがさらに下落に向かうことを前提とした場合、最も求められることは賃金の上昇だ。企業が生産性を高めることで付加価値を増加させ、従業員に適切に利益増加分の還元を行えば、実質実効レート下落による実質賃金の下落が回避できる。もちろん、従業員にも生産性向上に向けた取り組みが求められるし、政府も生産性向上・適切な利益分配に向けての環境・枠組み作りが求められる。

そして、賃金が持続的に上昇に向かえば、経済の好循環が起こり、予想物価上昇率の上昇や需給ギャップの改善を通じて、物価上昇率も底上げされるだろう。その後、持続的な物価上昇を受けて日銀が金融緩和の出口戦略を開始すれば、名目実効レートが上昇して実質実効レートも持ち直すことが期待される。これまで出来てこなかっただけに難易度は高いが、目指すべき理想形として念頭に置いておきたい。