

Economic Trends

発表日: 2026年2月27日(金)

テーマ: 為替がインフレに与える影響の再評価

～4年連続で前年比2.5%を超えてきたCPI上昇幅の2割以下～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱利廣 (Tel: 050-5474-7492)

(要旨)

- 2020年比でドル円レートは約40%円安が進んだが、内閣府のマクロモデル（10%の円安で民間消費デフレーター約0.2%押し上げ）を適用すると、円安によるインフレ押し上げ効果は年平均0.2%程度に過ぎない。これは近年のCPI上昇幅（前年比2.5%超）の1割以下であり、円安を物価高の主犯とする議論は過大評価である。
- 内閣府のマクロモデルが近年の「価格転嫁しやすい現状」を反映しきれていない可能性を考慮し、令和7年度年次経済報告（内閣府）の分析をもとに感応度を従来2～3倍と仮定して試算しても、CPI上昇率に対する要因の2割以下となり、ウェイトが高くないという結論に揺らぎはない。
- これまでのインフレの正体は、円安という為替要因以上に、エネルギー・資源価格の高騰や、世界的なサプライチェーンの再編等に伴う輸入物価そのものの上昇、あるいは国内の人件費上昇などを背景とした価格転嫁といった、より複合的な要因によって構成されていると結論付けられる。円安はあくまでその影響を増幅させる従属的な要因であり、物価構造の分析には為替以外のコストプッシュ要因を重視すべき。

● 過熱する「円安主因説」への疑問

近年の物価上昇において、円安が過度なインフレの主因であるとする見方が一般的となっている。実際、2020年と比較して、昨年までの平均ドル円レートは約40%もの円安が進行している。しかし、輸入物価の上昇がそのまま消費者物価（CPI）を押し上げているという言説には、計量経済学的な観点から慎重な検証が必要である。

● マクロモデルに基づくインフレ押し上げ効果の試算

内閣府（計量分析ユニット）が公表しているマクロ経済モデルの乗数によれば、「10%の円安による民間消費デフレーターの押し上げ効果は0.2%程度」とされている（図表1）。

この係数を直近5年間の推移に当てはめると、以下の試算が成り立つ。まず、累積の円安進行幅は（2020年比）で約40%となる。となると、累積のインフレ押し上げ効果は約0.8%（＝約0.2%×4）となる。このため、年平均の押し上げ寄与度は0.8%／5年＝約0.2%程度となる。

この試算結果に基づけば、近年の物価上昇率のうち、純粋に「円安」のみによって説明できる部分は限定的であり、円安が過度なインフレの主因であるという議論は、定量的な根拠に欠ける「行き過ぎた議論」である可能性が高いと言える。

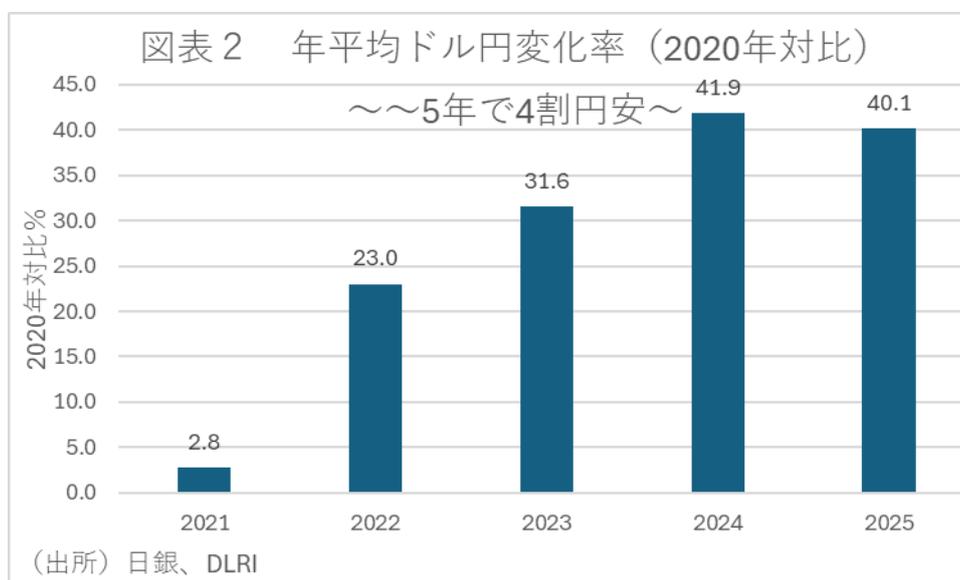
図表1 円の対ドル10%減価

	実質GDP (%)	実質GDP 成長率 (%ポイント)	消費 (%)	設備投資 (%)	住宅投資 (%)	財・サービス 輸出 (%)	財・サービス 輸入 (%)	GDPGAP (%)
1年目	0.12	0.27	0.06	0.15	0.39	0.23	0.04	0.08
2年目	0.43	0.21	0.23	0.33	0.20	1.37	0.15	0.34
3年目	0.43	-0.05	0.28	0.14	0.19	1.83	0.25	0.33
	名目GDP (%)	民間消費 デフレーター (%)	単位時間 あたり賃金 (%)	失業率 (%ポイント)	財政収支対 名目GDP比 (%ポイント)	長期金利 (%ポイント)	経常収支対 名目GDP比 (%ポイント)	為替レート (%)
1年目	0.17	0.15	0.33	0.00	0.05	0.01	0.19	10.00
2年目	0.51	0.16	0.48	-0.01	0.17	0.03	0.36	10.00
3年目	0.63	0.23	0.49	-0.01	0.24	0.04	0.32	10.00

(備考)

円の対米ドルレートが標準ケースと比べて10%減価し、その変化がシミュレーション期間中継続するものと想定した。

(出所) 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2022年版)の構造と乗数分析」



●モデルの妥当性と最新の分析を反映

ただ、内閣府 (ESRI) の短期マクロ経済モデルについては、以下の批判的視点も存在する。まず、現行モデルの基盤データが2020年までとなっており、ウクライナ情勢以降の「価格転嫁が容認されやすくなった社会情勢」を完全には反映していない懸念がある。

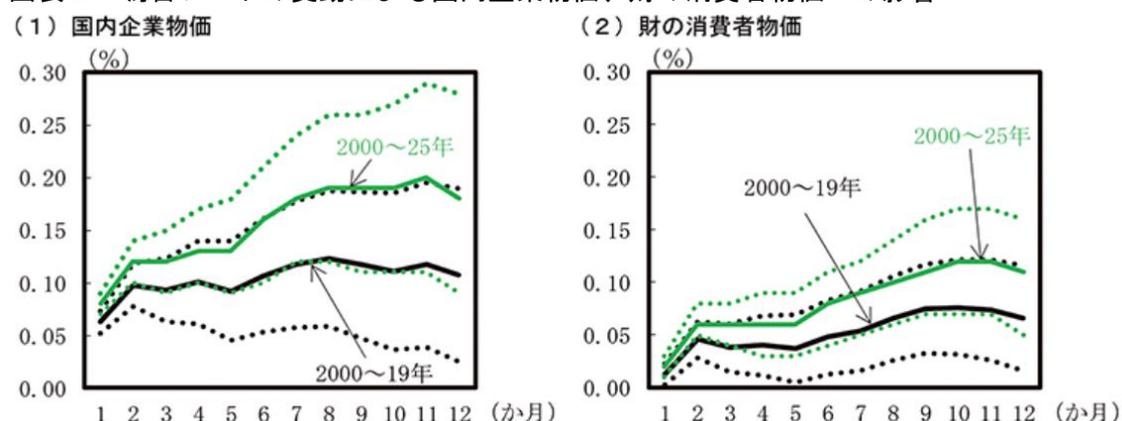
このため、2021年以降は感応度が変化している可能性があり、企業の価格設定行動 (Pricing-to-market) の変化により、為替のパススルー (価格転嫁率) が従来よりも高まっている可能性は否定できない。

実際、令和7年度の年次経済報告 (内閣府) によれば、近年にかけて為替レートの変動が川下の財物価により影響するようになってきていると分析されている (図表3)。

ただ、仮に現在の経済環境において円安のインフレ波及効果が、モデル上の「0.2%」から2倍〜3倍 (0.4%〜0.6%) に拡大していると仮定しても、結論は大きく揺らぐことはない。

40%の円安が進んだとしても、年間の押し上げ効果は0.4%~0.6%程度に留まることになる。これは、現実に4年連続で前年比2.5%を超えているCPIの上昇幅と比較して、依然として支配的な要因とは言い難いウェイトといえよう。

図表3 為替レートの変動による国内企業物価、財の消費者物価への影響



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、「名目実効為替レート」により作成。
 2. 消費者物価は、生鮮食品を除く財で、消費税率引上げや政策等による特殊要因を除く内閣府試算値。企業物価は総平均で、消費税率引上げの影響を除く内閣府試算値。輸入物価は総平均。
 3. 名目実効為替レート、輸入物価（円ベース）、企業物価、消費者物価の4変数（いずれも前月比）による構造VARモデルに基づき、名目実効為替レートに加わった1標準偏差の円安ショックに対する各変数の水準の反応を示す。構造ショックの識別はコレスキー分解による。ラグ次数はAICに基づき、12を選択している。実線は点推定量を示し、破線は1標準誤差バンドを示している。

(出所) 内閣府「令和7年度年次経済報告」

●結論

本分析によれば、円安による物価押し上げ効果は無視できないものの、その寄与度は年平均で0%台前半~0%台半ばの程度に過ぎないことがわかる。

現在のインフレの正体は、円安という為替要因以上に、エネルギー・資源価格の高騰や、世界的なサプライチェーンの再編等に伴う輸入物価そのものの上昇、あるいは国内の人件費上昇などを背景とした価格転嫁といった、より複合的な要因によって構成されていると結論付けられるといえよう。

つまり、円安はあくまで輸入物価上昇に伴う痛みを「増幅」させてきた一因に過ぎず、4年連続で2.5%を超えてきたインフレの主因と断じるのは不適當である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。