

「2023-24年 主要通貨見通し～『強い円』はどこへ行ったのか?～」

唐鎌大輔氏

みずほ銀行 チーフマーケット・エコノミスト

記録的な円安を記録した昨年の為替相場から我々は何を読み取るべきなのか。今回の円安については日米金利差を最大要因とする解説が一般的ですが、みずほ銀行のチーフマーケット・エコノミスト、唐鎌大輔さんは、円安の背景には日本経済が抱える大きな問題があると指摘します。今回は円相場の予測だけでなく、日本経済が直面している本質的な問題の捉え方や、この国の向かうべき方向性について、幅広くお話しいただきました。

円安傾向は今年も変わらず

大きく円安に振れた昨年の反発で今年には円高を予測する見方があります。変動為替の世界では、ある通貨が売られ過ぎたら反発し買い戻されるという想定があり、その通りなのですが、それでも私は円安を予測しています。ですから外貨を買うなら1月から3月くらいまで。それ以降は外貨購入には向かない環境になると見えています。

そもそも現在の円安にはどのような背景があるのか。昨年の円安は1985年のプラザ合意以降では3番目に大きな為替変動幅でした。過去2回の場合は円高に大きく振れた変動でしたが、円安方向でこれだけ大きく変動するのは初めてです。「だから次は円高に振れる」という買い戻しの反発を予測するのは分かりますが、昨年10月にピークに達した円安への反発買いは実はもう終わったと考えられます。1ドル113

円か



ら始まった昨年の円相場は10月下旬に152円の最安値をつけた後、130円まで戻して越年しています。つまり最大40円近く変動した為替は11月～12月で半分ほど値を戻し、最終的な変動幅は17円まで縮小したわけです。また投機筋の円の持ち高

の動きを分析すると彼らは既に売りにも買いにも傾いておらずニュートラルなポジションです。にもかかわらず1ドル130円台までしか値が戻らないのが問題です。

昨年より円高傾向なのは、円を買い戻して利益を得ようという積極的な円買いが理由ではなく、現在は円売りが止まっているだけのこと。投機筋が日本経済を評価して円買いに動いた結果ではないのです。

ドル高の裏返しではない円安の実態

一般的には日米の金利差によりドル買い円売りが進んだ結果が昨年の円安だと説明されており、間違いではありません。しかし投機筋がすでにそうした動きをしていないのに1ドル130円台にとどまり、昨年円安が始まる前の110円台まで戻っていないのはなぜか。ドル高の裏返しとしての円安という理屈だけでは為替動向を説明できません。同じドル高の下でも円ほど極端に売られた通貨は他になく、日本側にこそ円が売られる要因があるはずです。

では昨年の日本で何が起きていたのか。歴史的な貿易赤字です。赤字幅は20兆円。過去最大だった2014年の12兆円の1.5倍です。昨年は米国の金利上昇に加えて日本の巨額の貿易赤字が円の全面安を引き起こしたと考えるべきです。かつては円安が輸出を促し貿易黒字が拡大するという関係性でしたが、日本に生産拠点がなくなった現在は、この理屈は通らなくなりました。

以前は慢性的な円高に悩んだ日本ですが過去10年間、日本が円高で苦しむことはなくなりました。「1ドル70円、80円にはもうならないのですか」と尋ねられるこ

ともありますが「かなり高い確率でそのようなことはない」と答えています。日本が10兆円を超える貿易赤字に陥ったのは2013年と2014年。そして2022年が3回目。この10年間で貿易赤字が徐々に定着しそれが円安を招いた。そう考えます。

昨年の貿易赤字は資源と燃料の高騰が主要因でしたが今年は値動きが落ち着き輸入額が減少。ところが同時に輸出も減っているため貿易の赤字傾向は変わりません。しかも輸入額がピーク時より減ったとはいえ、資源や燃料の価格が今後コロナ禍前のレベルに戻ることは望めません。また日本はこれから中国やロシア抜きで生きていくためにより非効率的なサプライチェーンを受入れ、なおかつ脱炭素も進めなくてはなりません。円安でも輸出は増えず海外から物を輸入する値段が上がるだけ。昨年の流行語大賞で「悪い円安」が上位に入ったのが象徴的です。日本ではいま貿易赤字国への構造変化が起きているのです。

経常収支は黒字だが中身を見ると・・・

貿易収支は赤字でも経常収支は2022年に11兆円の黒字でした。理由は第一次所得収支の爆発的な黒字が貿易赤字をカバーしたからです。第一次所得収支とは、米国債の利子収入や日本企業が買収した海外企業からの配当収入など、いわば海外への過去の投資からの上りがもたらす収入です。しかしこの収支は外貨で記帳された金額を反映するもの。日本国内に還元されるとは限りません。判断は収入を得る主体の企業などに任されます。海外で得た外貨を企業があえて円に換えて投資する環境

が現在の日本にあるとは考えられません。仮に第一次所得収支のうち半分しか日本に戻らなければ経常収支は実質赤字です。

もうひとつ着目すべきは旅行収支、輸送収支、その他サービス収支の3つで構成される「貿易サービス収支」です。旅行収支は2017年から19年まではインバウンドの押し上げにより黒字でピーク時は5兆円をもたらしました。しかしコロナ禍で2020年以降は壊滅。円安のチャンスも厳しい水際対策で生かせず回復しませんでした。

より深刻なのは「その他サービス収支」の赤字幅の急速な拡大です。多岐にわたる項目がありますがその多くが赤字。とりわけ大きいのが「通信・情報サービス」の項目。これはクラウド使用に際してマイクロソフトやアマゾン等へ支払う料金です。

「専門経営コンサルティングサービス」も大きく赤字。これはフェイスブックなどのSNSやグーグル等に支払うウェブ広告の代金です。これら項目は将来も日本が稼ぐ側に回るとは考えられません。貿易収支や旅行収支は何らかの政策により赤字を減らす余地がありますが、「その他サービス収支」の赤字は永遠に消えないでしょう。

日本は「債権取り崩し国」への途上か

「国際収支の発展段階説」では、ある国の経済が発展するのに伴い国際収支の構造が、未成熟の債権国から始まって債権取り崩し国まで、6段階で変化していくとされます。日本は以前は貿易やサービス収支、所得収支が黒字の第4段階「未成熟の債権国」でした。しかし現在は貿易やサービス収支が赤字で対外債権がもたらす所得収

支が黒字という第5段階「成熟した債権国」を通り越し、経常収支が赤字に転落する第6段階「債権取り崩し国」に向かいつつある中間の局面とも考えられます。

経常収支がまだ大幅な黒字であるため第6段階への移行を否定する人もいますが変化は徐々に起きるもの。昨年の状況はそうした一連の変化のひとつではないのか。その可能性も含めて考えるべきです。

海外旅行する日本人にとって最大の問題は現地で物を高く感じることです。では円安が解消されたら問題はなくなるのか。そうは思えません。先日、米国を訪れた友人が「JFK空港で600mlのミネラルウォーターが3.85ドル、日本円換算で600円もした」と驚いていました。仮に為替レートが1ドル100円まで円高になっても、日本で70円台で売っているような水が385円。つまり問題は円安より日本そのものが安い国になってしまったこと。定価自体が安いことです。これは賃金差の反映であり賃金が上がる国と下がる国との違いなのです。物価も加味した実質実効為替レートをみれば「安い日本」がより歴然とします。したがって、今後はいかに賃金を上げていくのか。そこが日本を左右する極めて重要なポイントになってきているわけです。

<Profile>

からかま・だいすけ●2004年慶応大学卒業後、JETRO入構。2006年より日本経済センターへ出向し日本経済の短期予測などを担当。2007年からは欧州委員会経済金融局（ベルギー）に出向しEU経済見通しの作成などに携わる。2008年より、みずほコーポレート銀行（現みずほ銀行）でエコノミストを務める。

