

みずほマーケット・トピック(2021年12月20日)

2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する

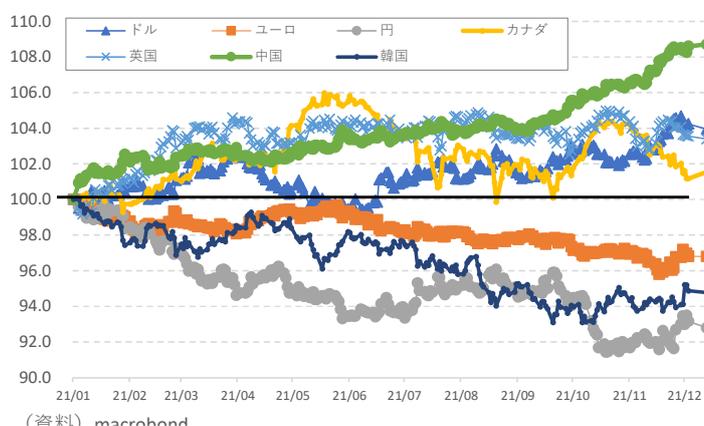
2021年の為替市場では「悪い円安」論が跋扈した。この際、「悪い」には2つの意味が意識されていた。1つは「日本の政治・経済への不信が円売りを強めている」という「日本回避」という意味での「悪い」である。2021年の日本経済は先進国でも圧倒的に劣後し、それが円を手放す一因になったという解釈である。この可能性は否めない。コロナ禍で円ほど下落した先進国通貨はなく、それは成長率に正直な結果だった。もう1つは「日本経済にとってプラスではない」という意味での「悪い」であった。これは10年近く前から分かっていた話でもある。国として「高い物を買って、安い物売る」という運営を続ければ豊かになるはずがない。こうした2つの「悪い」が意識された結果、円安に盲従するかつての雰囲気はかなり薄らいだ。だが、こうした社会規範が固まるほど円安に振れやすくなる懸念は高まる。市場は得てして政策当局の「行って欲しくない方向」に取引が傾斜しやすい。2021年の「悪い円安」騒動は今後、日本人として自国通貨をどうしていくのが最も望ましいのかという問いに関し、改めて真摯に考える機会を与えたと言える。

～「悪い円安」論が熱を帯びた2021年～

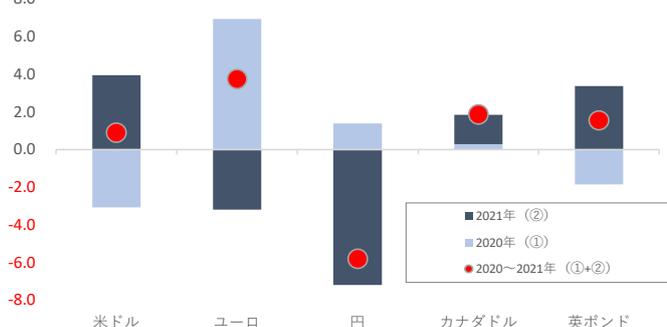
2021年の為替市場では「悪い円安」論が跋扈した。この際、「悪い」には2つの意味が意識されていた。今回の本欄ではこの点を改めて整理しておきたい。

まず1つは「日本の政治・経済への不信が円売りを強めている」という「日本回避」という意味での「悪い」である。2021年の日本経済は先進国でも圧倒的に劣後しており、それが円を手放す一因になったという解釈である。筆者もこの可能性は否めないと思っている。2021年の為替市場は正真正銘の円全面安であった。これは主要貿易相手国に対する名目実効為替相場(NEER)を比較するとよく分かる。右図(上)は2021年初頭を100とした際のG7および中国、韓国のNEERを比較したものである。この中で年初下落した通貨は弱い順に円、韓国ウォン、ユーロだった。しかしユーロは2020年に高騰した反動であ

(21年1月1日=100) G7およびアジア通貨の名目実効為替相場



(%) 2020～2021年のG7の名目実効相場 (変化率※)



(資料) macrobond、※21年12月13日時点

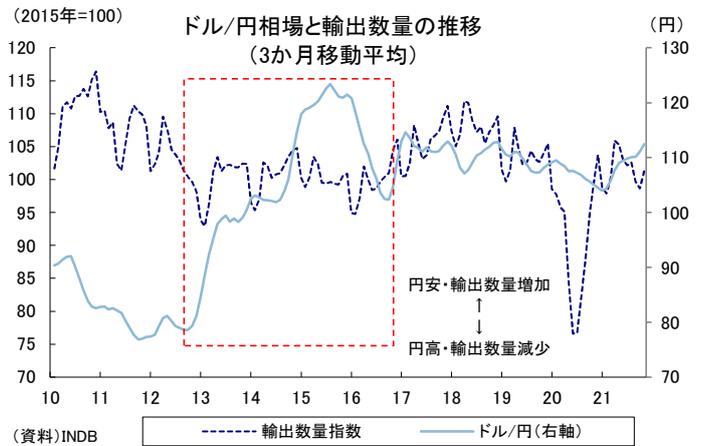
り、過去 2 年通じて見れば上昇幅を維持している(右図・下)。「コロナ禍で下落した通貨」という意味では円と韓国ウォンであり、G7 通貨に限れば円は圧倒的な 1 人負けだった。

為替市場と類似の構図は株式市場でも読み取ることができ、やはり G7 の主要株価指数では日本だけが冴えない地合いが続いた(図)。大袈裟ではなく 2021 年は脆弱な実体経済を理由に金融市場で「日本回避」が進んだ年だったように思う。過去の円安は世界経済が回復する中、日本以外の金利が上昇基調に入り、国内機関投資家の心理も改善する中、「円を売って外貨建て有価証券(米国債や米国株など)を買う」という流れの中で進むことが多かった。だから特に「悪い」という印象はなかった。しかし、2021 年の円安は日本という国が嫌気された結果の円安にも確かに見受けられ、その意味で「悪い」という形容が嵌まっていたように思う。



～日本経済にとってプラスではなくなった円安～

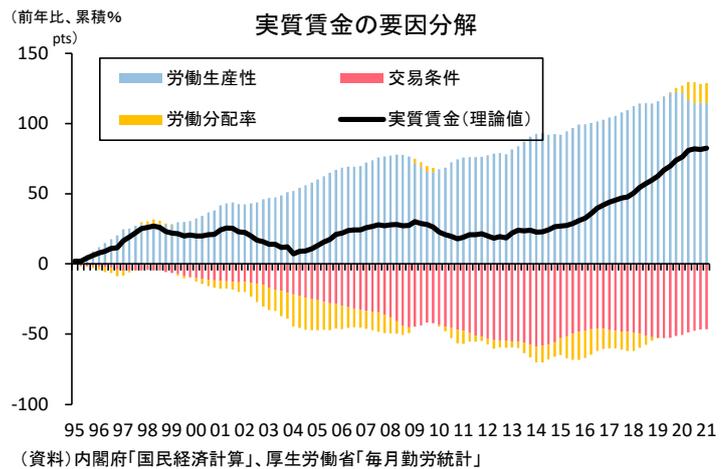
もう1つの、2021 年に取沙汰された「悪い円安」の「悪い」の意味は「日本経済にとってプラスではない」という意味での「悪い」であった。率直に言って、これは今更感が強い。2013 年以降、黒田日銀の下で展開された大規模緩和に対してはリフレ政策の効果を疑問視する論陣が繰り返し「円安は海外への所得流出を招くだけ」、「円安で輸出が増えない以上、景気が回復する理由は無い」などの反駁を展開してきた。それでも「物価が上がってみなければ分からない」という



風潮の下、実験的な大規模金融緩和が継続されてきた。しかし、2013 年以降の大幅な円安も、2021 年に NEER ベースで見られた円全面安も輸出数量を顕著に増やすことは全くなかったし(図)、それゆえに貿易黒字が復元することもなかった。2021 年に関して言えば、時同じくして原油を筆頭とする天然資源価格も騰勢を強めていたため、市井の人々が円安発・輸入物価経由の一般物価上昇で実質所得環境の悪化を感じやすい状況が出現した。

筆者の元にも 9 月から 12 月に至るまで「なぜ円安が日本経済にとって良くない動きなのか説明して欲しい」という取材や寄稿の依頼が非常に多かった。これほど「円安は実は悪いことなのではないか」という社会的な懸念が高まったことは日本において初めてなのではないかと思う。実際のところ、この懸念は正しい。そもそも資源輸入国にとって自ら通貨安を望むことは自傷行為であり、国内

製造拠点の多くが海外生産移管され、輸出数量が増えないことが分かっている今、円安を前向きに評価するのは困難と言わざるを得ない。円安に起因する交易条件の悪化(≒交易損失の拡大)は理論上、実質賃金を押し下げる。具体的には1時間あたり実質賃金は①時間当たりの労働生産性(実質 GDP ÷ 総労働時間)、②交易条件、③労働分配率(名目雇用者報酬 ÷ 名目 GDP)の3つから構成される。図は1995年以降の累積変化を要因分解したものである。基本的に交易条件は実質賃金の足枷だったことが分かる。国として「高い物を買って、安い物売る」という経済運営を続けなければ豊かにならないことは自明である。



基本的には交易条件は実質賃金の足枷だったことが分かる。国として「高い物を買って、安い物売る」という経済運営を続けなければ豊かにならないことは自明である。

～今後は「円安」が狙われやすくなる?～

こうした2つの意味での「悪い」が意識された結果、円安に盲従するかつての雰囲気はかなり薄らいだように思う。2013年を振り返ると「円安が万能薬」のように崇め奉られる政策思想の過ちを指摘しても聞いて貰える雰囲気は全くなかったが、今は異なる。こうした社会規範の変化自体は不幸中の幸いと言える。そもそも、本当に制御不能になった場合、恐ろしいのは円高ではなく円安である。円高を是正する円売り・外貨買い為替介入は理論上、無制限に可能だが、その逆の円買い・外貨売り為替介入は基本的に外貨準備高の規模に制約される。資源輸入国だからこそ、通貨防衛(円安阻止)の局面に至ることが最も恐ろしい展開である。

だが、こうした社会規範が固まるほど円安に振れやすくなる懸念は高まる。というのも、金融市場は得てして政策当局の「行って欲しくない方向」に振れやすいものだ。いったん「円安が日本経済にとって不都合」という認識が浸透すれば、円売りで攻め込む戦略が取られやすくなる。なぜか。本当に円安が日本経済にとって不都合であれば、いつかは政府・日銀が円安を止めるために何らかのアクションに出ることが予見される。そこで反対売買(この場合は円売りの反対なので円買い)に切り返せば、収益が得られる公算が大きい。いわゆる「噂で買って事実で売る」という動きだ。これまでの日本はリーマンショック後の白川日銀体制がそうだったように、円高方向で金融市場から頻繁に痛みを強いられた。だが、今後は逆かもしれない。そう考えると今は過渡期なのかもしれない。

～「政府債務残高が大きい→円安」は安直な議論～

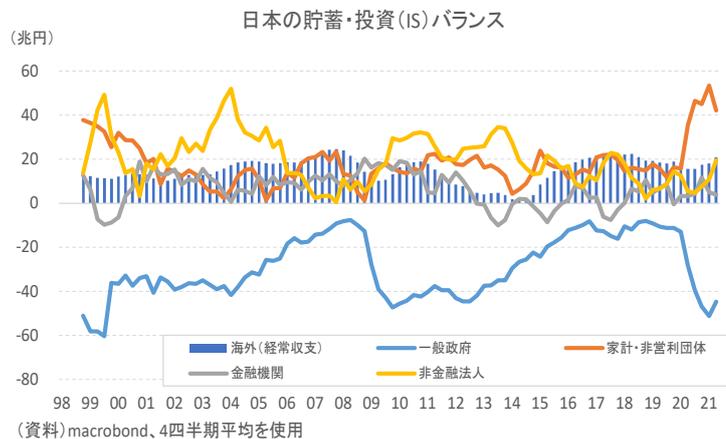
そもそも、日本経済を慢性的に苦しめてきた円高は日本の政治・経済・金融情勢に照らして常々違和感が指摘されてきた。世界最速ペースで少子高齢化が進み、先進国中で最も見劣りする成長率を続け、世界最悪の政府債務残高を抱え込む通貨がなぜ「安全資産」と呼ばれるのか、と。だからこそ、「いつか急に制御不能な円安になるのではないか」との懸念は根強く、典型的には「日本の抱える政府債務残高がいつか本格的な円売りを招く」との警告めいた言論は後を絶えない。2021年時点で日本の政府債務残高は名目GDP比+256.86%(21年10月「IMF世界経済見通し」の推

計)であり、圧倒的に世界最大である。こうした計数を念頭に置き、円の先安観を懸念したくなる気持ちは良く分かる。しかし、「政府債務残高が大きい→円安」というのは直感的に正しそうに見えるものの、その経路は単純ではない。

日本の政府債務残高(%、対名目 GDP 比)が世界的に見ても突出して大きいのは今に始まったことではない。1997年には100%を突破し、その頃から日本経済はいつか大変な金利や物価上昇に見舞われるとの言説は跋扈していた。しかし、GDP比で見た政府債務残高はあれから2.5倍以上に膨らんだが、10年金利はマイナスになり、物価も低空飛行を続けている。政府債務残高の水準に着目する議論に本質的な意味があったとは言えないだろう。誤解を恐れずに言えば、金利がマイナスなのだから安全資産たる国債が不足しているとも言えるくらいだ。周知の通り、日本国債の9割弱は日本国内で保有されており、日本人の海外への資本逃避(キャピタルフライト)でも無い限り、巷説に多い「政府債務残高が大きい→インフレ→円安」論を正当化するのは難しいように思う。

～要諦は政府債務残高よりも対外純資産残高や経常収支～

日本国債が国内市場で消化できている事実を端的に示すのが経常黒字である。日本経済の貯蓄・投資(IS)バランスを見ると、政府部門の赤字(貯蓄不足)を民間貯蓄の黒字(貯蓄過剰)が上回ることによって経常黒字(≡海外部門の貯蓄不足)が実現するという姿にある(図)。しかし、今後、確実に進展する高齢化に伴って貯蓄率が低下するならば、政府部門の赤字が民間部門の黒字を超え、経常収支の赤字化という事態に至る可能性はある。



この場合、日本経済は海外からの資金流入に依存せざるを得なくなる。日本国債それ自体の格付けは決して高くなく、また格付けを引き上げるほどの財政再建努力や経済成長を果たしていないのだから、海外から日本国債を買って貰うためには今よりも高い金利を払う必要は出てくるだろう。それがどの程度の高金利なのかという議論は複雑だが、いわゆる「日本国債の暴落(国債利回りの急騰)」やこれに伴う「円相場の暴落」が万が一あるとすれば、この経路を想定するのが自然に思える。

つまり、見るべきは政府債務残高ではなく、それも包括した計数である経常収支だろう。為替市場の調査・分析を生業にしていると必ず「円が暴落するとしたらそのきっかけは何か」という照会を頻繁に受ける。上述のような理解の下、筆者はそのような照会に対しては「象徴的には暦年の経常収支が赤字化した時」と回答している。長年の経常黒字が蓄積した結果が対外純資産であり、日本は2020年末時点で30年連続、「世界最大の対外純資産国」の地位にある。この対外純資産の存在こそ日本経済のあらゆる失点に目を瞑ってでも「円は安全資産」と言って貰えた最大の理由である。経常収支が赤字化することは毎年当然のように増加してきた対外純資産が減少の局面に入った可能性も示唆する。それは安全資産としての資質に疑義が抱かれる契機になるかもしれない。

もちろん、現実には保有資産の価格変動(株や債券の価格や為替変動など)も対外純資産の残

高には大きな影響を与えるので経常収支の赤字化が即、対外純資産の減少、ましてや円売りに直結するわけではない。だが、「暦年での経常収支赤字化」は時代の節目を判別する兆候としては合理的な材料にも思える。特に為替市場参加者は直情的な動きを示すことが多い。今まで当然視されてきた経常黒字や対外純資産にまつわる事実が揺らげば、掌を返して円を手放す恐れがある。

もちろん、他にも考えるべき論点は多く、上述の議論の限りではない。しかし、暦年での財政赤字や結果としての政府債務残高増加を続く一方、少子高齢化現象を背景に民間貯蓄の減少が続けば、いずれ前者が後者を食い潰すことになる。その際、「経常赤字→対外純資産減少→安全資産としての円に疑義→円安→インフレ」という経路を想起する市場参加者も出てくるだろう。金科玉条の如く財政再建の必要性を訴えるのは危険であるし、財政再建の道を外れたことで円相場の暴落という結末が一足飛びに発生するわけではない。しかし、慢性的な財政赤字や政府債務残高の累増は、いずれ経常赤字を通じて円安懸念をもたらす可能性を孕むことも否めない事実ではある。

2021年に取沙汰された「悪い円安」騒動は今後、日本経済、いや日本人として自国通貨をどうしていくのが最も望ましいのかという問いに関し、改めて真摯に考える機会を与えてくれたように思う。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか?
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも?～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
2021年10月15日	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて 週末版(IMF秋季世界経済見直し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考えると「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超過も、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイドラインを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か?
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウオラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見直し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～