

みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 17 日)

円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～

円相場の構造変化を国際収支の面から整理。一国の対外資産・負債残高に変化をもたらす計数として基礎収支の考え方がある。基礎収支で純流入が続けば対外純資産は増えやすいし、純流出が続けば対外純負債は増えやすい。国際資本移動が活発化した現在、基礎収支の持つ意味は薄れつつあるが、日本が直面している構造変化としては注目に値する。日本の基礎収支は純流入が続いてきたが、12～13 年頃を境に純流出も目立っている。現に 13 年以降、円相場はパニック的な騰勢に見舞われてはいない。なお、基礎収支において経常黒字の水準はさほど変わっていない。これは貿易黒字が消滅した分、第一次所得収支が増えているからであり「成熟した債権国」への変化を意味する。この時点でアウトライートの円買いをもたらす貿易黒字はもうなくなっており、第一次所得収支の黒字の多くが円転されずに外貨のまま保留されるという実務的な事実は認める必要がある。円高への軌道修正自体、もう自然体ではさほど期待できないだろう。円の価値にも配慮しながら、財政・金融政策は調整される必要がある。

～再び緩和継続を強調した黒田総裁～

昨日の衆院予算委員会第一分科会で、黒田日銀総裁は現時点でバランスシートや政策金利の調整を検討する段階ではないと改めて強調した。野党議員(階猛委員、立憲)から「緩和継続が自己目的化している」との批判が見られており、普段は的外れであることの多い野党からの反対意見も、今回は的を射た指摘だったと言える。今や緩和を継続することによって得られるメリットは相当見えにくくなっている。その一方、ただでさえ高い輸入物価が円安で押し上げられるデメリットの方が注目されやすい状況にある。もちろん、金融緩和は円安の一因に過ぎないが、実質実効相場で半世紀ぶりの低い購買力が悲観されている時に、わざわざ緩和継続を強調する行為はやはり理解が難しい。今の日本経済にとって最悪のシナリオは制御の難しいヒステリックな円安が起きることだろう。資源高と通貨安の併存は資源輸入国にとって激しい所得流出と同義である。

日銀が緩和を修正しても円高になる保証はないが、円安抑止の一助にはなり得るだろう。過去の本欄でも論じたように、市場から円安抑止を催促される格好で政策を調整するのは最悪であり、テーマになる前に少しずつできることを検討した方が賢明と考えられる。今回の答弁で黒田総裁は「現時点で緩和からの出口を検討する段階にない」と明言している。もちろん、「検討していない」と「検討しているが言わない」ことは違うので内部では粛々と検討が進められているのかもしれない。ただ、円相場の構造自体がかつてとは大分異なっており、円高への軌道修正自体が自然体ではさほど期待できないことも金融政策運営上、勘案すべき事態になっているように筆者は思う。

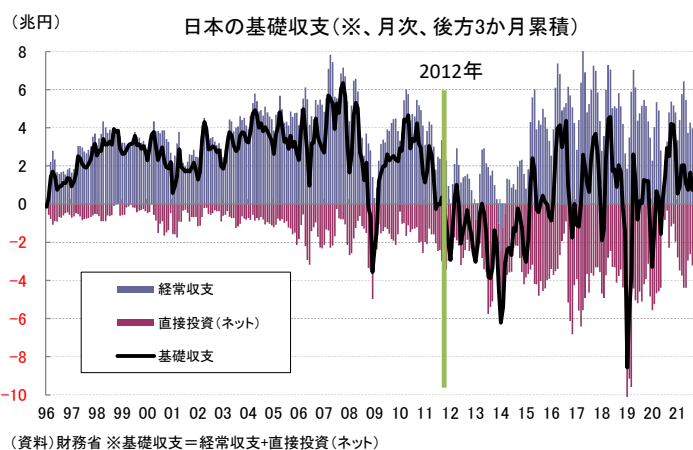
～基礎収支に見る円の構造変化～

「円相場の構造自体がかつてとは大分異なる」という事実に着目した場合、やはり貿易赤字の慢

性化や対外直接投資の増加といった国際収支上の構造変化が重要になる。周知の通り、円が安全資産とみなされる最大の理由としては「世界最大の対外純資産国」という潤沢な外貨建て資産の存在が持ち出されることが多い。そこで一国の対外資産・負債残高に変化をもたらす計数として基礎収支の考え方がある。基礎収支で純流入が続けば対外純資産は増えやすいし、純流出が続けば対外純負債は増えやすい(資産価格の変化でも変動するのであえて「やすい」という曖昧な表現にしておく)。基礎収支は現在ほど国際資本移動が活発ではなく長期資本と短期資本の判別が容易だった時代、一国の通貨の信用力に大きな影響を与える計数として注目されていた。だが、現在は活発な国際資本移動の下、為替市場の思惑で当該国の通貨が売られ続ければ基礎収支が健全でも対外支払いが困難になるケースも想定され、基礎収支の意味は時代と共に薄れている。

とはいえ、対外決済能力以前の問題として、基礎収支の姿が従前のそれと明確に変化しているとすれば、当該国にとって無視できない構造変化として注目する価値もある。右図は経常収支とネット直接投資を合計したものを基礎収支と見なし、その趨勢を 1990 年代後半から追ったものだ。一瞥して分かるように、日本の基礎収支は純流入が続いてきたが、2012～13 年頃を境として断続的な純流出に直面している。この間も対外純

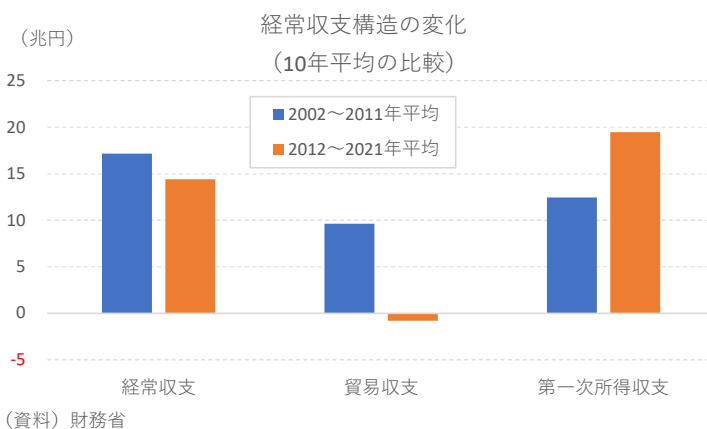
資産は増え続け、それが世界最大である状況は変わっていないが、それは外貨を順当に稼ぐという数量要因ではなく、円安による価格要因が寄与した部分も相当に大きかったと言える。現に 2013 年以降、円相場はそれ以前のようなパニック的な騰勢に見舞われてはいない。図示されるように、ネット直接投資の純流出が基礎収支の姿を大きく変えつつある。



～「成熟した債権国」としての通貨観を～

ちなみに基礎収支だけを見ていると経常黒字の水準はさほど変わっていない。これは貿易黒字が消滅した分、第一次所得収支が増えているからであり(図)、国際収支発展段階説における「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ着実に歩を進めた格好である。次に到来する段階は「債券取り崩し国」であり、貿易収支の赤字に加え、第一次所得収支も赤字へ向かい、代わりに

海外からの資本流入に依存するという姿である。もちろん、そうなるまでの時間軸は非常に長く、図で見たように 10 年程度の時間軸と共に確認する変化だろう。しかし、「未成熟な債権国」から「成熟



した債権国」へ段階が進んだ時点で、アウトライトの円買いをもたらす貿易黒字はもうなくなっており、第一次所得収支の黒字の多くが円転されずに外貨のまま保留されるという実務的な事実がある。

このような変化を踏まえれば、「円高への軌道修正自体がもう自然体ではさほど期待できない」という円に対する相場観は政策当局として危機感と共に抱かれても良いだろう。眼前で起きている資源高が脱炭素社会に向かう中での構造的な変化だと言われていることを思えば、済し崩し的に「物価が上がっていないから緩和を続ける」と言い続けるのではなく、資源輸入国の通貨である円の価値にも配慮しながら、財政・金融政策は調整されていく発想も必要に思えてくる。

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
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
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」と利上げ見通し～)
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GDPI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常化されるのか？
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～バイト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)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	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～「目の生活」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	接種率の米国超えも、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～)