

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 14 日)

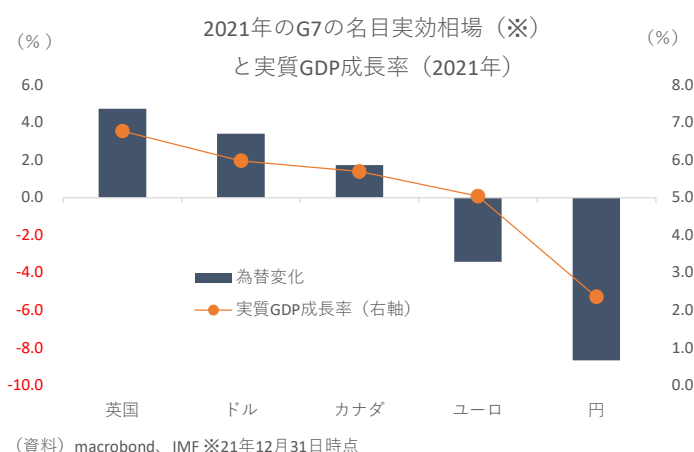
3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～

ドル円相場の年初来高値更新が続いている。2020 年 11 月以降、『中期為替相場見通し』では一貫して円安相場を予想しており、現状には全く違和感がない。具体的な材料は複数挙げられるが、今回は①成長率、②金利、③需給といった基本的な論点から今一度整理する。①や②は結局のところ、コロナに対する向き合い方の違いが成長率格差や金融政策格差ひいては通貨の強弱に繋がってきたという事実であり、これは殆ど疑いようがない。しかし、最も根深い円安要因は③だ。近年そして足許の国際収支を見る限り、「成熟した債権国」の段階が早くも終焉に向かい「債権取り崩し国」の段階に差し掛かっているように見える。世界最悪の政府債務残高やハイペースで進む少子高齢化、結果としての低成長にも拘わらず円や日本国債が安定してきた背景に「鉄壁の需給環境」があった。これがなくなってしまうと、円のアピールポイントはなく、単なる低成長で低金利の通貨に成り下がる。年内、アベノミクス越えの円安というシナリオも。

～ドル/円相場上昇の背景整理～

ドル円相場は 117 円を突破し、断続的に年初来高値を更新している。2020 年 11 月以降、『中期為替相場見通し』では一貫して円安相場を予想しており、現状には全く違和感がない。日本の政治・経済状況を踏まえる限り、円建て資産に投資する材料は乏しい。具体的な材料は複数挙げられるが、今回は①成長率、②金利、③需給といった基本的な論点から今一度整理する。

まず、①だが、成長率の強弱が通貨のそれにリンクするほど変動為替相場は単純な世界ではない。しかし、その単純な世界が少なくとも過去 1 年、G7 通貨の世界ではまかり通っている。多くを語るよりも図を一瞥すれば明らかだろう。結局、アフターコロナを見据えて昨春から行動制限を完全に解除し、2020 年の遅れを取り戻すように潜在成長率の 2～3 倍のペースで走り抜けることができた欧米経済と、常に新規感染者数の水準に拘泥し、何らかの行動規制に怯えながら歩んできた日本経済との違いである。

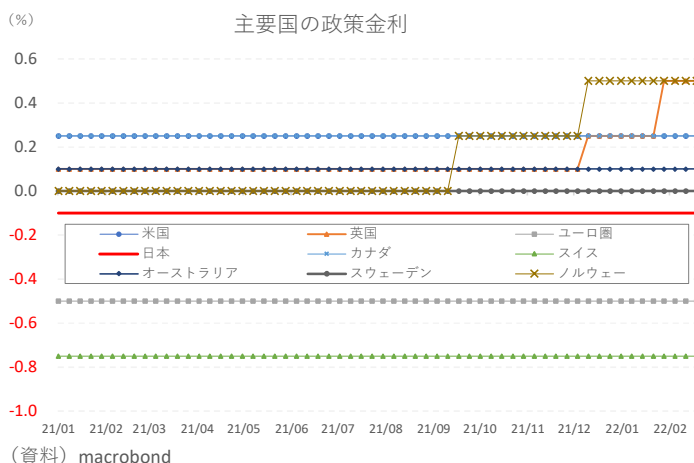


ここで①の論点は②の論点も関係してくる。当然、旺盛な需要を復元できた欧米経済では物価や市中金利は上がり、だからこそ金融政策の正常化に関する議論が盛り上がり、今年は実行へと歩を進めようとしている。片や、日本は未だに首都圏を中心にまん延防止等重点措置を敷き、飲食店などは時短営業を強いられている。日々の新規感染者数の水準は依然ヘッドラインと共に報じら

れる社会的関心事だ。こうした世相が変わる雰囲気はなく、今後も政府・与党から出てくる防疫政策は大きく変わらないだろう。その感染予防効果の是非を議論するつもりはないが、コロナに対する向き合い方の違いが成長率格差や金融政策格差ひいては通貨の強弱に繋がってきたことは殆ど疑いようがない。元々日本の成長率は低い「2020 年の低成長に対する 2021 年の反動」は地力に関係なく訪れるものだ。それがなかった以上、日本固有の要因が作用したと考えざるを得ない。

もちろん、②に関しては、目下勢いづく

円安相場を前に日銀が危機感を覚え、正常化に関心を寄せるならば多少、状況も変わり得る。しかし、昨年来、黒田日銀総裁は再三に亘って円安の弊害を指摘する声に反意を示し、今年に入ってから「大規模緩和は（経済に）プラスなので、粘り強く続けて目標を達成することが一番重要」と主張している。ウクライナ侵攻に因んで資源高が進んだ現状でもこの見解は変わらないのだろうか。いずれにせよ、日銀が正常化プロセスを検討しない限りにおいて、内外の金融政策格差は顕著に拡大する。なお、イングランド銀行以外の先進国中銀は実際に利上げをしたわけではなく、少なくとも政策金利上の格差が開くのはこれからの話だ（図）。「日本だけゼロ金利」という環境の下、円キャリー取引が活性化されたのが 05～07 年だったが、今から起きようとしていることはそれに近いように感じられる。



～「成熟した債権国」の終わり？～

最も根深い円安要因は③だ。円相場が安全資産と呼ばれてきた最大の理由は多額の経常黒字を稼ぎ、結果として「世界最大の対外純資産国」というステータスを保持していたことにあった。世界最悪の政府債務残高やハイペースで進む少子高齢化、結果としての低成長にも拘わらず円や日本国債が安定してきた背景に「鉄壁の需給環境」があったことは論を持たない。近年では貿易黒字こそ失ったが、それを補って余りある第一次所得収支黒字で経常黒字は高水準を維持している。

貿易収支ではなく所得収支で稼ぐ。「成熟した債権国」の姿である。リーマンショック、欧州債務危機、アベノミクスという局面変化を経験した過去 10 余年 (2008 年～2020 年) において「未成熟の債権国」を卒業し、国としての発展段階が 1 つ進んだという事実は間違

国際収支の発展段階説

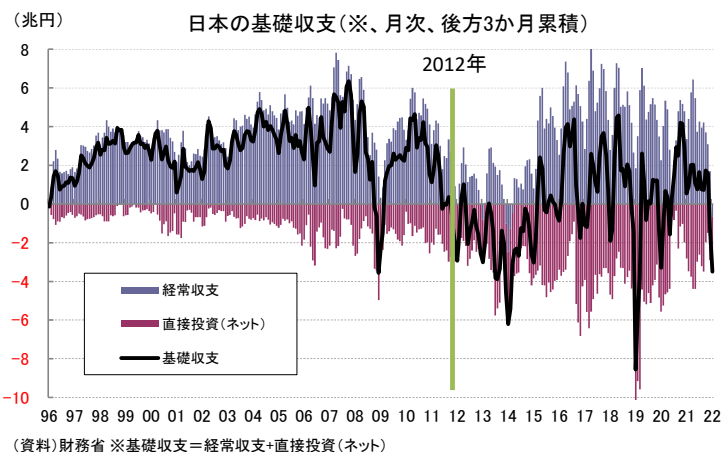
	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済済国	④未成熟な債権国	現在 ⑤成熟した債権国	未来？ ⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字

(資料) 筆者作成

いない。2012 年頃を境として日本は殆ど貿易黒字を稼げなくなっている。

しかし、状況はさらに変わっている。今や経常黒字と対外純資産という 2 大論点について、変調が見られている。前者に関しては今年 1 月には史上 2 番目の経常赤字が記録され、資源価格の騰勢が止まない限りにおいてこの状況は大きく変わりそうにない。所得収支で稼ぐ以上に貿易収支の赤字が大きくなる。「債権取り崩し国」の姿である。もっとも、今後辛うじて経常黒字を確保したとして

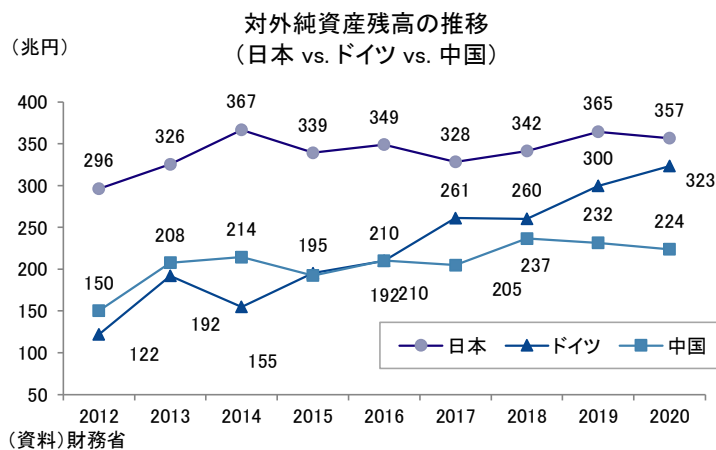
も、それは第一次所得収支黒字という円買い需要を伴わない黒字であり、貿易赤字が巨額である状況は大きく変わらない。為替市場において重視されるべきは円の買い切り・売り切りに繋がる貿易収支である。第一次所得収支黒字は有価証券の利子・配当などが多く、これらは外貨のまま再投資される割合が非常に高いと推測される。第一次所得収支黒字に依存してきた日本の経常黒字は大分前から、円相場を支えるという観点に立てば「張り子の虎」だった。また、経常収支と対を為す金融収支においては過去 10 年で対外直接投資が猛烈な勢いで増えてきた。結果、基礎収支（経常収支+直接投資）は断続的に外貨流出を示唆しており、円安が肯定されやすい地合いにあった。このように需給環境に変調が生じ始めたのはこの 10 年の話であり、最近の話ではない(図)。



～「世界最大の対外純資産国」を守れるのか～

もっとも、直情的な為替市場では「経常赤字に転落」という事実がクローズアップされやすく、過去 2 番目の経常赤字が発表された先週にドル/円相場が高値更新したこともあながち偶然とは言えないように思える。何より経常赤字が続けば、対外純資産も変調をきたす。前頁表にも示すように、「債権取り崩し国」となれば、対外純資産の増加(黒字)幅は緩やかになる。円安になれば価格効果で残高が増える

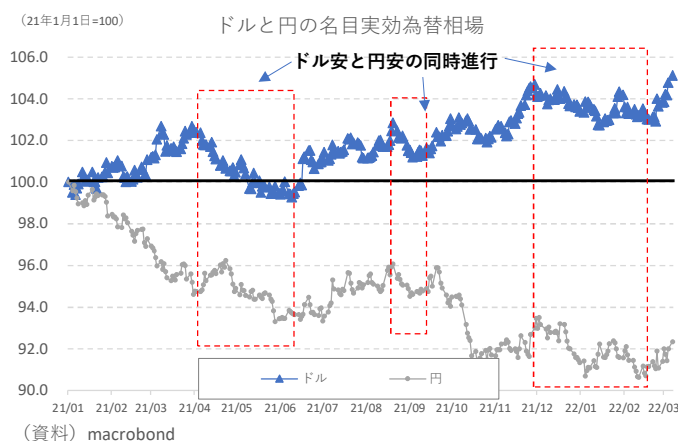
可能性もあるが、残高の伸びが鈍化すれば毎年巨額の経常・貿易黒字と共に日本を猛迫するドイツが世界最大の対外純資産国のステータスを奪うかもしれない(図)。世界最大と世界第 2 位で本質的な差があるとは思わないが、30 年間維持してきたステータスを失うことについて、為替市場が冷静な対応をしてくれるだろうか。落日の円に対する評価は厳しいものになると筆者は考える。



～ドル安は円高を約束しない～

もちろん、目先の為替見通しだけを考えれば、ここから FRB が実体経済への影響に配慮して正常化プロセスを停止し、それがドル安を招く可能性はある。そうなれば米金利は低下に転じ、ドル売

り・円買いが優勢になるかもしれない。また、米国の経常赤字は既に金融バブル絶頂だった 2006 年当時に匹敵するほど膨らんでいる。これをドル安要因として指摘する向きもある。だが、かねて本欄では繰り返し論じているように、ドル安が円高に直結するという考え方は当然視すべきではない。右図に示すように、過去 1 年間を見ると、「ドル安でも円安」というシーンは何度もあった。ドル側の事情は別として、上述した①～③の全てで劣後感が滲み出る円を回避しようという流れがあるのではないかと。もっと大きな言い方をすれば、それは現下の円安は「日本売り」というテーマなのではないかという理解である。



上述してきたように①成長率、②金利、③需給のいずれに照らしても円はアピールポイントがない。今のようなリスクオフ局面に直面した場合、いずれの国も①や②では差がつきにくくなるので、③で優勢な通貨が選ばれやすくなる。それが従前見られてきた「安全資産としての円買い」だった。しかし、上述したように、その③も今の円は不穏な状況にある。少なくともウクライナ危機を受けたリスクオフムードで円が安全資産として見られる雰囲気は殆ど感じられない。厳しい意見だが、③需給が評価して貰えない円は何もアピールポイントがない。単なる低成長で低金利の通貨である。

さらに言えば、FRB も ECB もまずはインフレ抑制を優先し、①成長を犠牲にしても、②金利は引き上げる方向ある。同じ真似が日本にできるだろうか。恐らく難しいのだろう。そもそも行動規制を解除して成長率を復元することすらできない国が利上げに踏み切れる道理がない。「経済より命」という政治的決断は民主的意思の結果でもあり、筆者が異論を挟む余地はない。

だが、結果として起きていることは低成長・低金利ゆえの円安であることも事実であろう。現在、欧米が金融政策の正常化を議論できるのは、2021 年に大幅な成長率を実現したからという前提がある。減速するだけの糊代を持っているのであり、1 年間の大半を行動規制で過ごした日本とは基礎体力が違う。かかる状況下、『中期為替相場見通し』で示す上半期中に 120 円、年内に 123 円という見通しを変える必要性は感じおらず、その確度は増したと思っている。むしろ、年内の上値目途として 2015 年 6 月に付けた高値(125.86 円)も視野に入り、名実ともに「アベノミクス越えの円安」が今年のテーマとなることも否定できない。

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3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
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ECBI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) 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秋季世界経済見通し(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