

アナリストの眼

安全通貨としての日本円の未来

【ポイント】

1. 世界的なインフレ進行に伴う各国中央銀行の利上げにより内外金利差が拡大し、ドル円は2022年10月に約32年ぶりとなる1ドル151円台をつけた。
2. 今まで安全通貨とされてきた日本円とスイスフランであるが、両国の貿易収支の違いなどを背景に、近年は異なる値動きとなっている。
3. 今後も日本円が安全通貨としての地位を維持するには、対外純資産の取崩しが起こる前に、日本経済の成長に資する構造変化が求められる。

1. はじめに

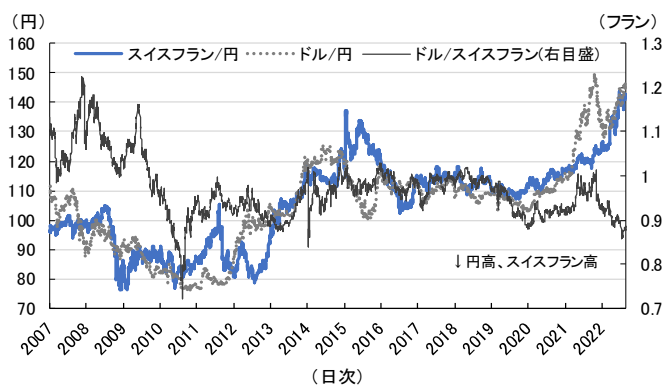
2022年10月にドル円が一時151円台を付けた。実に約32年ぶりの出来事であった。この歴史的な円安を招いた主因は内外金利差拡大による円売りである。2020年2月の新型コロナウイルス感染拡大による供給制約に、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー高も重なり、世界的にインフレが進行したことから、各国中央銀行はインフレを鎮静化すべく積極的に利上げを行ってきた。一方で、日本は長引く低インフレ・低成長の中、金融緩和を今もなお続けていることから、内外金利差は拡大の一途を辿り、円安が進行した。2023年8月末時点で日本の政策金利は▲0.1%と世界で唯一のマイナス金利国であり、未だ金融緩和政策の出口は見えていない。

翻って、金融危機や戦争といった有事の際に、必ずと言っていいほど注目されてきた安全通貨が日本円である。1997年のアジア通貨危機や2008年のリーマンショックといった有事の際には、資金の退避先として日本円を買う動きが加速した。

日本円と並んで安全通貨とされてきた通貨がスイスフランである。有事の際は日本円と同様スイスフランも資金の退避先として選択されてきた。しかし、近年は両通貨の値動きは大きく異なっている。その結果日本円はスイスフランに対して2023年8月末現在、過去最安値圏で推移しており、日本円は安全通貨として選択されていない状況である(図表1)。

本稿では安全通貨とされてきた日本円とスイスフランの異なる値動きの原因を、両国の貿易収支の違い及び日本の経済構造の変化から明らかにし、今後の日本円の安全通貨としての未来について考察していく。

図表1. 日本円・スイスフランの推移

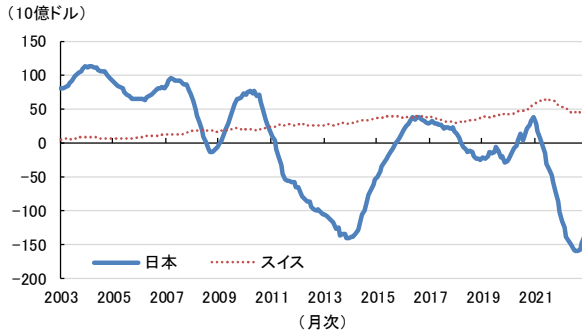


(資料) Bloombergより富国生命作成

2. 日本とスイスの貿易収支について

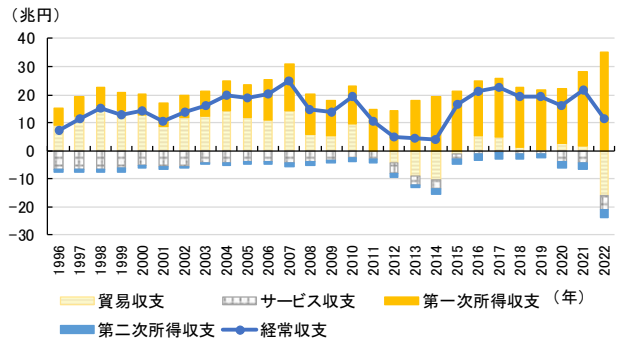
まず、スイスの輸出入額の内訳について確認する。スイス連邦財務省関税局によれば、同国の2022年輸出額は48.5%を化学・医薬品が占めており、次いで機械・エレクトロニクスが11.9%、腕時計が9.0%となる。一方、輸入額では化学・医薬品が27.7%を占め、次いで機械・エレクトロニクスが15.5%、エネルギーが9.5%となる。特にエネルギーについては輸入総額に占める割合が9.5%と先進国の中でも低く、昨今の資源価格上昇の影響を受けにくい構造である。化学・医薬品や腕時計等といった高付加価値製品の輸出と、輸入に占めるエネルギーの割合の低さが安定的な貿易黒字確保に寄与していることが、スイスフランが買われやすい一因だと考えられる（図表2）。

図表2. 貿易収支推移



(資料) Bloombergより富国生命作成

図表3. 日本の国際収支内訳



(資料) 財務省より富国生命作成

一方、日本の貿易収支は2011年以降大幅な赤字となった後、2020年にかけては黒字になる局面もあったが、2022年以降再び赤字が拡大し、貿易赤字が定着しつつある。2022年以降貿易赤字が拡大した要因は三つあると考えている。一つ目は資源価格の高騰である。日本は非資源国であり、資源の多くを輸入に頼っている。2022年2月のロシアのウクライナ侵攻に伴い、原油価格の指標であるWTI原油価格が同年3月に1バレル123.70ドルを記録するなど資源価格が高騰した。二つ目は内外金利差拡大に伴う円安の進行である。前述の通り世界的なインフレ進行に伴い各国中銀が積極的に利上げを行う中、日本は金融緩和を続けたことから内外金利差拡大に伴い円安が進行した。三つ目は日本経済の構造変化である。日本は2000年代に円安の追い風を受けて輸出が好調に推移したことから、同期間は貿易黒字を確保していたが、2011年の東日本大震災を機に製造業各社による製造拠点を海外へ移転する動きが加速し、輸出が減少した。

輸出主導型から現地生産型への構造変化は、輸出で稼いだ外貨を円に換える取引が減少することを意味し、円買い圧力が弱まる。一方、資源価格高騰に伴う輸入額の増加は円を外貨に換える取引が増加することから、円売り圧力が高まる。尚、日本の貿易赤字が定着する一方で、経常収支は黒字を確保してきた。しかし経常黒字をけん引してきた主体が2011年までは貿易収支であったが、それ以降は第一次所得収支へと変化した（図表3）。第一次所得収支の大半は直接投資収益と証券投資収益である。しかし、日本からの直接投資・証券投資収益（外貨）は約半分が国内に還流することなく外貨のまま海外拠点の内部留保として蓄積されるか、もしくは再投資に回ることが多いと言われている。その結果、経常黒字の主体が第一次所得収支に変化した後も、先ほどの輸出の例と同様に円買い需要が発生しにくい構造となっている。このように国内に資金が還流しない事実は、わが国の企業が国内で有望な投資対象を見いだせずに来たことを表している。

まとめると、スイスは高付加価値製品の安定的な輸出に支えられた貿易黒字を背景に通貨高となった。一方日本は、輸出主導型から海外生産型への転換による輸出の減少、エネルギー高・円安による輸入の増加が貿易黒字の消失・貿易赤字拡大を招き、経常黒字であるものの有望な投資対象が国内にないことから円買い需要が弱く、両通貨の値動

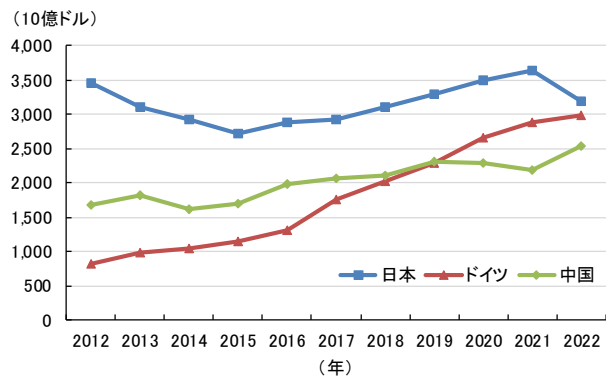
きの違いとなって表れた。

3. 安全通貨としての日本円の今後

将来日本円が安全通貨としての地位を維持できるかを考えてみる。日本が今後十分な対外純資産を保持できるなら、それは維持できると考えている。まず一般的に対外純資産が多ければ、その通貨は安全度が高いとされる。例えば、投機筋等が日本円を売り浴びせても、それを吸収するだけの資産（外貨）があれば、日本円の価値を維持できる。まさに 2022 年秋の政府・日銀が行った為替介入が一つの例である。また、金融危機などが発生した際に、海外に保有する資産があれば、保有資産を売却し自国通貨に換えることで国内の経済活動に活かすことができる。

日本の対外純資産残高は世界で一番多い（図表 4）。しかし、今後貿易赤字が拡大し第一次所得収支でも赤字を埋めることができず、恒常的な経常赤字に陥り、対外純資産を取り崩していくようなことがあれば安全通貨としての地位低下は避けられない。また前述の通り日本は円買い圧力が弱い経済構造であることから、さらに円売りが加速するシナリオが考えられる。尚、現在の日本の対外純資産残高を考えれば、このシナリオがすぐに実現するとは考えにくい。しかし、対外純資産の取り崩しが始まる前に、対策を講じる必要がある。例えば米国のように毎年、経常収支が赤字で対外純資産が減少し続けたとしても、国内経済が強く、国内への投資でリターンが期待できることから、世界から資金を集めることができる国となることが考えられる。世界からの投資を集めるためには現在の円安環境を活かし製造業の生産を国内に回帰することや、海外企業からの直接投資を増加させる政策が必要と考えられる。前者は製造業の国内生産回帰により、円安を追い風に輸出を増加させることで貿易赤字縮小に寄与する。後者は 2021 年に海外の半導体製造企業の工場を国内に誘致したように、世界の競争力を有する海外企業を誘致することで輸出拡大や国内での雇用拡大が期待できるなど、日本経済の成長にとってプラスに働くと考えている。

図表 4. 対外純資産残高



(資料) Bloombergより富国生命作成

4. おわりに

スイスは高付加価値製品の安定的な輸出が貿易黒字の確保につながっていることから、安全通貨として選好され続けている。一方、日本は 2011 年を境に経済構造が大きく変化した結果、貿易赤字が継続し、経常黒字は維持しているものの国内経済に魅力がないことから、円買い需要が盛り上がり安全通貨としての地位低下を招いていると考えられる。今後の日本円が安全通貨として選好されうるためには、前述のような国内生産回帰や対内直接投資の誘致などといった日本経済の成長に資する構造変化が求められる。そして、それが実現すれば再び安全通貨として日本円が注目されよう。

(金融商品グループ 田中 大岳)