

アナリストの眼

円安の行方

【ポイント】

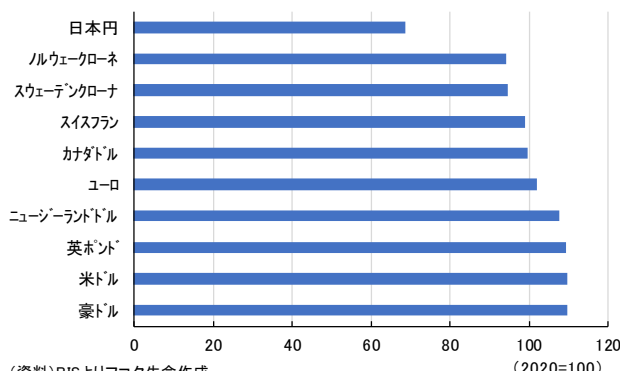
- 2022年3月からの米国の急速な利上げにより、日本円及びアジア新興国通貨は対ドルで大幅に下落し、物価上昇を招くなど悪影響を及ぼしている。
- 日本はアジア新興国と違い世界最大の対外純資産国で経常収支は安定的に黒字を確保しており、インフレ率も低位で安定している。
- 日本円がアジア通貨危機のような混乱を招く可能性は低いが、日本が投資先としての魅力を取り戻さない限り、円安局面から転換するのは難しいだろう。

1. はじめに

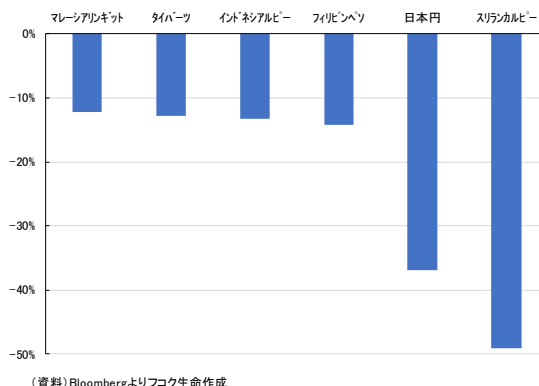
今年の4月29日にドル円は一時160円を突破した。その後、ドル円は数分の間に154円台まで急激に下落し、市場関係者の間では為替介入の実施がささやかれたが、5月31日に財務省が発表した外国為替平衡操作の実施状況（令和6年4月26日～令和6年5月29日）では、金額にして9兆7,885億円の円買い為替介入の実施が明らかになった。しかしながら、今年の6月末時点でのドル円は約160円と、為替介入前の水準まで値を戻している。海外のインフレは落ち着きつつあるものの、昨今の急速な円安により日本の輸入物価は高止まり、国民生活への悪影響が懸念されている。

コロナ禍以降、世界的にインフレが加速し各国中銀は鎮静化のために利上げを行った。一方で日本は政策金利を据え置いたことから、金利差が拡大し円安が加速した。貿易量や物価で加重平均して算出した実質実効為替レートでは、日本円が主要10通貨（G10通貨）の中で突出して安い（図表1）。一方で、アジア新興国も日本同様に自国通貨の下落に苦しんでいる（図表2）。新興国は自国経済発展のために米ドル建債券を発行することで資金調達し、自国での投資を行う国が多い。自国通貨が米ドルに対して下落すれば債務の返済負担が増加することにより財政圧迫が懸念される。また、1997年に発生したアジア通貨危機では外国からの投資資金引き上げが混乱の要因となったように、問題が悪化した場合のダメージも大きい。

図表1. G10通貨実質実効為替レート
(2024年5月末)



図表2. 対ドル下落率
(2022年3月～2024年5月末)



今般の日本円の下落幅は非常に大きなものとなっており、通貨危機を懸念する声も聞かれる。そこで本稿では、ドル高に苦しむ日本とアジア新興国を対外純資産とインフレの2点から比較し、日本円の将来について考察する。

2. 日本とアジア新興国の対外純資産額

この章では、英国の経済学者クローサーが1957年に一国の経済発展サイクル毎の国際収支構造の変化を示した国際収支の発展段階説（図表3）を用いて、日本とアジア新興国の違いを説明する。

図表3. 国際収支の発展段階説

発展段階	① 未成熟な債務国	② 成熟した債務国	③ 債務返済国	④ 未成熟な債権国	⑤ 成熟した債権国	⑥ 債権取り崩し国
経常収支	-	-	+	+	+	-
貿易・サービス収支	-	+	+	+	-	-
第一次所得収支	-	-	-	+	+	+
対外純資産	-	-	-	+	+	+

（資料）経済産業省資料よりフコク生命作成

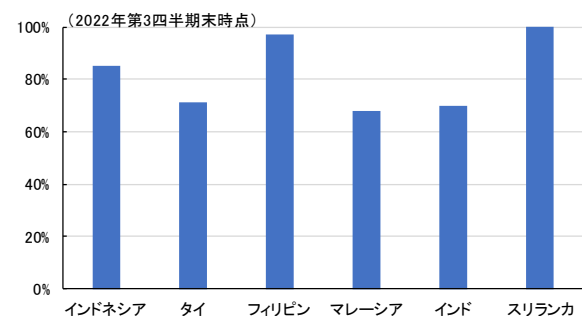
（注）+は黒字、-は赤字を示す（対外純資産は+は資産超過、-は負債超過）。

一般的に日本は発展段階説の中で⑤成熟した債権国に位置づけられる。⑤成熟した債権国とは賃金水準の上昇などで、対外競争力が低下し貿易・サービス収支が赤字化する一方で経常収支の多くは第一次所得収支の黒字で占められている国を指す。財務省が発表した日本の2023年

の経常収支は21兆3,810億円の黒字と2022年から約86%増加した。主な増加の要因は、半導体不足の緩和による国内生産の回復や円安の影響により自動車などの輸出が好調であった一方、エネルギー価格が下落し貿易赤字が縮小したことや、対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支などを表す第一次所得収支の黒字が拡大したことだ。かつて日本は堅調な輸出を背景に貿易収支は黒字を維持していたものの、製造業各社の製造拠点を海外へ移転する動きが2011年の東日本大震災を機に加速したことやエネルギー価格の上昇を受け、貿易赤字が定着するようになった。一方で、第一次所得収支は一貫して黒字を確保しており、証券投資収益に加えて近年は直接投資収益拡大が寄与している。従って、日本はかつてほど貿易で稼ぐことができなくなった一方、海外への積極的な投資で対外純資産を蓄積してきた。その結果、財務省が発表した日本の2023年末の対外純資産額は471兆3,061億円と過去最高を更新した。

次にアジア新興国であるが、まず一般的に新興国とは成長段階の初・中期に位置しており、高い経済成長が継続し、今後の発展が期待できる国を指し、それらの国が発行する通貨を新興国通貨と呼ぶ。新興国通貨の特徴としては、高金利が期待できる半面、通貨の市場規模が非常に小さく、巨額の資金の流出入によって大きく変動するため、先進国通貨と比べるとリスクが非常に高い。また、政治面や社会面などでもリスクが高いことがあげられる。先ほどの国際収支の発展段階説では、一般的に新興国は①未成熟な債務国から③債務返済国までを指す。新興国は経済が未発達であることが多く、自国経済発展のために必要な財などを輸入に頼ることから経常収支は赤字に陥りやすい。また、併せて投資資金確保のために海外から借入や資本を受け入れることから第一次所得収支も赤字に陥りやすい。全体として、対外純資産は先進国と比較しても少なく、景気が悪化した際やその懸念が高まった場合には、主に先進国からの直接投資や証券投資の資金が引き上げられ、通貨価値が下落しやすくなる。対外債務に占める外貨建て債務の割合も高く（図表4）、自国通貨が下落した場合、債務負担が増加する。更に、自国通貨を守るために自国通貨買いの為替介入を行うにしても外貨準備といった対外純

図表4. 対外債務に占める外貨建て債務の割合



（資料）経済産業省ホームページよりフコク生命作成

資産が少なければ自国通貨を守り続けることはできない。一方、日本は米ドルを含む外貨建ての日本国債を発行していないことから、自国通貨の下落によって債務負担が増加し財政が悪化するという懸念は、低いと考えられる。

3. 日本とアジア新興国のインフレの違い

日本のインフレ率は長らく低位で推移してきたものの、新型コロナウイルス感染拡大以降、エネルギー価格の上昇や世界各国との金利差の拡大による円安の影響もあり、一時前年比+4.3%まで上昇した（図表5）。日本銀行は今年の3月に開催した金融政策決定会合で2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる

状況に至ったと判断し、マイナス金利の解除を決定した。今年の4月に日本銀行が発表した2023年10～12月期の需給ギャップは+0.02%と15四半期ぶりにプラスに転じたものの、少子高齢化や生産性の低さ等からその持続性は疑わしく、今後日本のインフレ率が大きく上昇する局面は考えにくい。

一方、アジア新興国のインフレは経済の不安定性から、先進国と比較しても大きく変動しやすい。日本同様にアジア新興国についても2020年の新型コロナウイルス感染拡大後、インフレが加速した。また、先ほど述べたように米ドルに対して、アジア新興国通貨は大幅な通貨安に見舞われたことで、輸入物価上昇を通じてインフレ率が上昇した。極端な例であるが、スリランカはインフレ率が前年比+50%を超えて上昇し、同国中銀は政策金利を一時15.5%まで引き上げ鎮静化を図った。また、物価高の対策として補助金や減税等で支援を行っている国があるものの、このような歳出拡大で経済が回復しなければ財政悪化につながりかねない。以上より、日本のインフレ率はアジア新興国と比べても低く、インフレを抑えるべく、政策金利を大幅に引き上げる可能性は低いと考える。

4. 最後に

近年の円安のみを捉えて日本円がアジア通貨危機のような危機に見舞われるとうたう論調に賛同しない。それは上述の通り、日本が他のアジア新興国と違い安定的に経常黒字を確保し、潤沢な対外純資産を有していることや、インフレ率が低位で推移していることが理由だ。

一方で現在の円安局面から脱却するには、日本が投資先としての魅力を取り戻す必要があると考える。既述の通り、日本は第一次所得収支で黒字を安定的に確保しているものの、企業が海外で稼いだ外貨は国内に還流されることなく現地で再投資されるケースが多い。円安が大きく進んでいるなかでも、国内への還流が有意に増加していないということは、企業が日本を投資先として魅力を感じていない結果ともいえる。また、2024年1月からスタートした新NISA（少額投資非課税制度）では海外株投資信託が人気を集めており、企業だけでなく個人も投資先として海外を選好している。日本に投資先がなければ、円安を理由に稼いだ外貨を円転した場合でも、最終的には再度海外へ投資せざるを得ない。現状、金融危機等何かしらのショックが起こる場合を除き、通貨の相対的な競争力を表す実質実効為替レートが安いという理由のみでは、日本円が選好される局面が訪れる可能性は低いであろう。

（金融商品グループ 田中 大岳）

図表5. 日本及びアジア新興国のインフレ率
（消費者物価指数）

