

図1 縮小する日本の貿易黒字

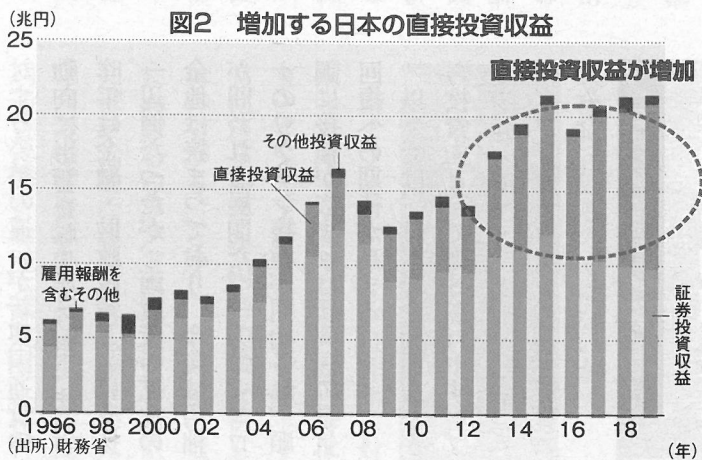
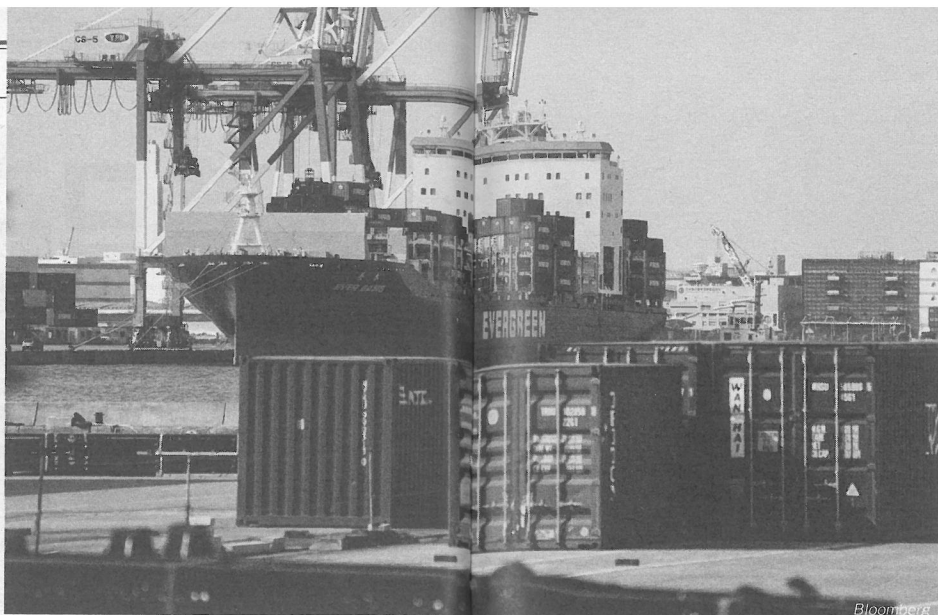


図2 増加する日本の直接投資収益



日本の貿易黒字は縮小の一途 (横浜港)

超

スローな円高基調が続いている。今の円高トレンドの起点は、2016年11月の米大統領選挙でトランプ氏が当選した翌12月に付けた1ドル＝118円台だろう。予想外のトランプ氏の当選で、彼の公約だった大減税が実施される可能性が急浮上し、米国景気の上振れ予想と長期ドル金利の急上昇が、円安・ドル高の市場反応を引き起こした。

結局118円台から現在の103円台まで、4年1カ月かけて15円の円高になった。この間、ある程度の円安への揺り戻しもあったが、トレンドは変わらず、1カ月平均で0.31円の円高が進んだ。1980年までさかのぼって円相場を振り返ると、このような緩やかな円高の進行はまれだ。従来の円相場は、内外金利格差に誘引された投資・投機マネーの

円売り持ち高積み上げがりによる比較的ゆつくりとした円安局面と、その持ち高の巻き戻し(円買い)による急激な円高局面を数年サイクルで繰り返す傾向が顕著だった。

今年の円相場については筆者も円高・ドル安を予想している。相場のクライマックスでは円高が多少加速して1ドル＝90円台もあるが、11年3月に発生した東日本大震災後の1ドル＝75円台には遠く及ばないだろう。そう予想するのは、円相場を巡る需給関係が以前とは構造的に変わってしまったからだ。その事情を説明しよう。

為替相場の需給は、経常的な取引と金融・投資マネーの動きの2種類からなる。経常的な需給とは国際収支上の経常収支に反映されるもので、貿易・サービス収支と第1次所得収支(民間の対外的な

海外現地で再投資される傾向が強い。そして、直接投資収益の比率が趨勢的に上がってきている。つまり、経常収支の黒字規模は昔と変わらずとも、円買い・外貨売りになる部分は以前よりずっと小さくなっている。

円買い持ち高に転換

次に、投資マネーの動きがもたらす円相場の需給を考えよう。これは、実際の円貨と外貨の資金決済を伴う動き(リアルマネー)と、先物取引など投資主体の貸借対照

「超円高」は来ない!

一変した日本円を巡る構造 投資マネー巻き戻しも消失

日本の経常収支の黒字規模は昔と変わらないが、円買い・外貨売りになる部分は以前に比べてずっと小さくなっている。

たけなか 竹中 まさはる 正治 (龍谷大学経済学部教授)

で輸出しても同じで、輸入先の海外で円買いが生じる。

減少する貿易黒字

図1が示す通り、11年の東日本大震災を契機に原子力発電所が停止し、11年から15年にかけて当時価格が高騰していたエネルギー資源の輸入が急増したため、貿易・サービス収支が赤字になった。しかしその点を勘案しても、日本の貿易黒字は趨勢的に減少している。つまり貿易黒字が生み出す円買い・外貨売りが減少している。

貿易黒字減少の主因は、長年続いている日本の製造業の海外生産シフトだ。これは日本企業による海外直接投資残高の趨勢的な増加として確認できる。このため、日本企業の海外現地法人などからの配当や利息の受け取りが増加し、第1次所得収支の黒字増につながっている。その結果、経常収支全体は年間15兆～20兆円の黒字で安定している。この第1次所得収支の黒字が全て円に転換されるならば、貿易黒字が減少しても経常収支全体がもたらす円買い・外貨売りの量は変わらない。

第1次所得収支の推移と内訳を示したのが図2である。その大方後と今回の新型コロナショック前後の1年6カ月を比べてみた。

米国で金融危機が始まる直前の07年6月下旬には、1ドル＝123円台で約2.4兆円もの投機的な円売り持ち高が積み上がった。大ざっぱな推測だが、世界全体ではこの10倍(24兆円)ほどの投機的な円売り持ち高が積み上がったのではないかと推測する。7月のサブプライム危機の勃発を契機に、「米国景気後退→金融緩和」とドル金利低下」という予想で一気に手じまい(円買い)に殺到し、一種の雪崩現象を起こした。これが当時の急速な円高の主因だ。

ところが、現下の円高トレンドでは、もともと内外金利差が金融危機前ほどに拡大しなかったため、当時のような大規模な円売り持ち高の積み上がりが見られなかった。シカゴの非商業筋の持ち高も、内外の株価が急落した20年3月上旬に円売りから円買い持ち高に転換。つまり、円高トレンド継続は織り込み済みというわけだ。それゆえ、リーマン・ショック前後のような急激な円高は、今後も見込みにくい。この先、1ドル＝100円を割れる円高が起これば、割安に外貨投資できるチャンスと捉えた方がいいだろう。