

## 第10章 円の需給環境と日本経済の構造変化

唐鎌 大輔<sup>1</sup>

### 【要旨】

日本は経常収支黒字国であるが、その黒字の大部分は投資収益によるものであり、日本に還流しない資金が多い。そのため、経常収支の黒字が円高につながるという単純な見方は誤りである。実際には、キャッシュフローベースで見た経常収支は赤字であり、円安の要因の一つとなっている。円相場の動向を分析するには、経常収支の内訳や資金の流れを正しく理解することが重要である。

日本のサービス収支は、観光やデジタル、保険・年金などの分野で赤字が拡大している。観光は人的な制約があり、外貨を稼ぐ能力に限界がある。デジタルは価格が高く、値上げに対して弾力性が低い。保険・年金は外貨建ての商品が増え、為替リスクを海外に移転している。これらの要因は、サービス収支の赤字を拡大し、円安を促進する。円相場を分析するには、サービス収支の内訳や資金の流れを考慮する必要がある。

日本は経常収支黒字国であるが、その黒字は所得収支によるものであり、日本に還流しない資金が多い。そのため、経常収支の黒字が円高につながるという単純な見方は成り立たない。むしろ、貿易収支やサービス収支の赤字が円安の要因となっている。日本の家計や企業は、外貨性の資産に投資する傾向が強まっており、これも円安に寄与している。

日本は製造業の国内回帰や対内直接投資の増加などで、高付加価値な財を生産・輸出することで、対外経済部門の循環を改善する必要がある。日本は「債権取り崩し国」に移行する可能性もあるが、その前に外貨が漏れている現状を把握することが重要である。円相場は資源価格の上昇や金利差などにも影響されるが、経常収支の内訳や資金の流れを考慮することが必要である。

### 1. はじめに

2023年に進んだ円安傾向の解説を聞くと、その多くは、日米金利差で整理しようとしているように思われる。確かに日米金利差を見ることは大切で、FRBは2023年5月に0.25%の利上げをして政策金利を5.00～5.25%とし、同年6月会合では11会合ぶりに利上げを見送ったものの、同年7月会合では0.25%の利上げをして政策金利を5.25～5.50%とした。他方で、その後、11月会合までは現状維持が続いている中でも、円安は全く収まっていない状況である<sup>2</sup>。そ

<sup>1</sup> みずほ銀行チーフマーケット・エコノミスト

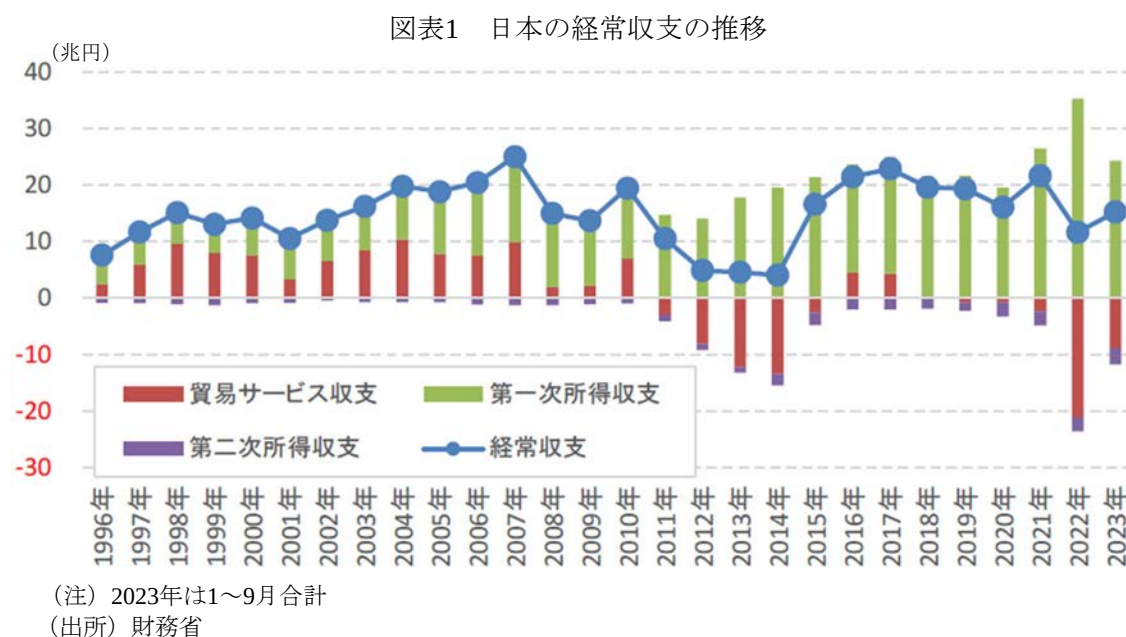
<sup>2</sup> 研究会で報告を行った2023年11月時点の情報を基に本稿を執筆している。

それはなぜかと考えたときに、円以外の他通貨に原因を求めるだけではなく、日本円そのものに対して何か個別の変化が起きているのではないか。実効為替レートを見ても、今次円安局面が始まった2022年3月時点では、まだドルは上昇していなかった。円の独歩安から始まったこの円安局面は、やはり日本円自身に原因を求める議論をしなければいけないのではないかと考え、日本円の需給について取り上げることとした。

## 2. 経常収支の動向と為替相場

### (1) 経常収支の黒字と円相場

マーケットでは、2023年はいずれ円高になるだろうと予想する声が大きかった。その背景の一つとして、日本は経常収支黒字国だからとする見方が1年前（2022年秋頃）からあり、現在（2023年11月）もある。図表1にあるように、2022年の経常収支は約11兆円の黒字だった。経常収支の黒字が年間10兆円以上という規模は、世界的に見れば10本の指に入る大きさであるが、それが日本経済にとってどのような前向きな意味があるのだろうか。2022年の円相場はどうだったのかというと、対ドルで最大30%以上下落していたのである。



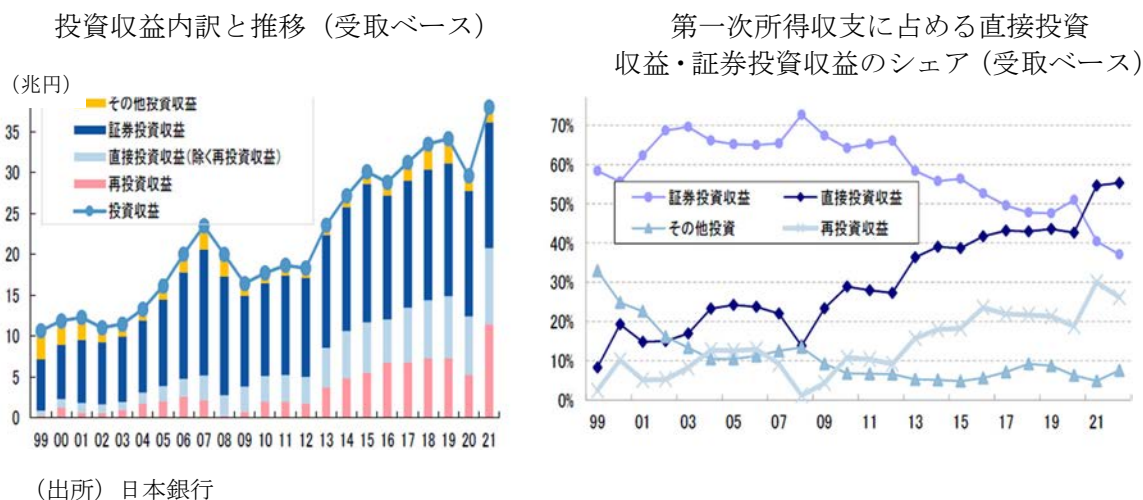
筆者自身は、為替の動向を分析し、為替見通しを対外的に説明する際には、円買いフローが出てくるはずの経常収支黒字よりも、投資収益の一部が為替取引が発生していないものとみなし経常収支から控除した「実務上のキャッシュフロー」を把握するほうが大事であると考えている。この理由として、日本の経常収支黒字は、基本的には第一次所得収支による黒字であり、しかもそれらの殆どが日本に戻ってこないという特徴を有しているためである。次項で詳しく見ていくことにしよう。

## (2) 経常収支黒字と日本に還流しない資金

経常収支は貿易収支、サービス収支、第一次所得収支、第二次所得収支の合計として示される。このうち第一次所得収支は、投資収益と雇用者報酬からなる（雇用者報酬はほとんどないのでここでは捨象することとする）。投資収益の中身は、①直接投資収益、②証券投資収益、③その他投資収益である。

②の証券投資収益、すなわち海外の有価証券から得られる債券の利子や株式の配当金は、通例、複利の効果を狙って再投資されることが多いと思われる。なお、所得収支を計上する際、例えば日本人が米国の金融機関に保有する口座に米国債の利子が入る場合には、その時点で所得収支黒字として記録されるはずであり、利子所得等が円に戻ってきたかどうかというところまでは見えない。他方で、有価証券から得られる利子所得等を日本円に戻すような行動はあまりとられないであろう。図表2左図によると、第一次所得収支に占める証券投資収益は2022年には4割弱みられた。また、再投資収益は年々増加しているが、これは直接投資のうち、現地で稼いだ利益のうち現地で外貨のまま再投資される、つまり日本国内には還流してこないというのが定義であるので、この部分は確実に円買いになっていないと言え、これが第一次所得収支の3割弱を占めている（図表2右図）。この2つを合わせると第一次所得収支のうち7割弱の受け取りが日本円に戻ってきていないと、統計上類推できることになる。

図表2 本邦における投資収益の推移

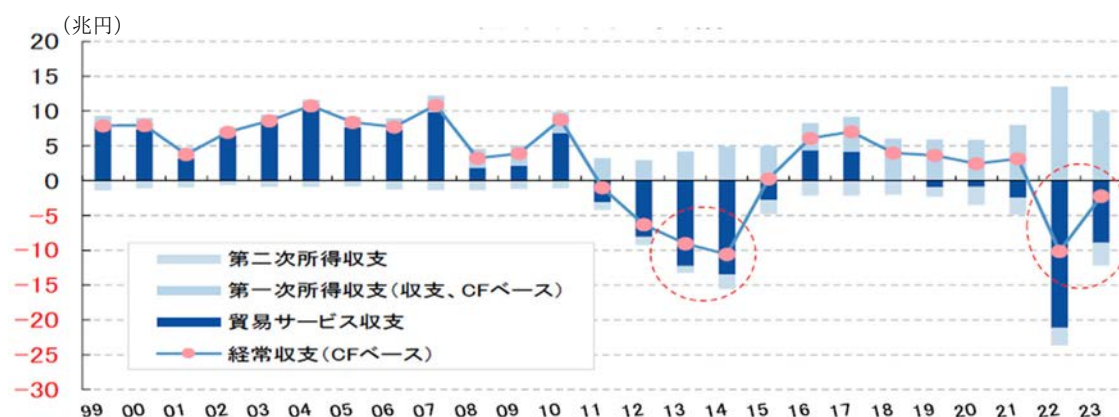


出来る限り実際の円の流れを踏まえたキャッシュフローベースでの経常収支を見たいと考え、利子所得等や投資収益を除いて試算したのが図表3である。試算値である点に留意が必要であるが、2022年におけるキャッシュフローベースの経常収支は、10兆円程度の赤字となっている。他方で、2022年と同程度の赤字だったのが2013年と2014年である。この時は円は対ドルで10%以上下落していた。なお、2013～2014年という、アベノミクスとしていわ

ゆる異次元緩和により円安が進んだとの指摘が多くあり、加えてFRBの利上げもこの時期に重なっていたので、もちろんそうした要因が為替相場の動向に関係していると思うが、キャッシュフローベースの経常収支を見ても赤字であったことが分かる。

キャッシュフローベースの経常収支（試算値）も見ながら今の円安の実情を把握しなければいけないと考えるのは、例えば1999年から2010年の間はこの試算値でも、相応の経常収支黒字が出ていたわけであったので、ここは明確に対外経済部門は変化しているというふう考えた方が良し、最近の円安を説明する上でも考慮すべき点であると考えている。

図表3 キャッシュフローベースの経常収支の実情



(注1) 2023年は1～9月合計

(注2) 第一次所得収支の受取・支払に関し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

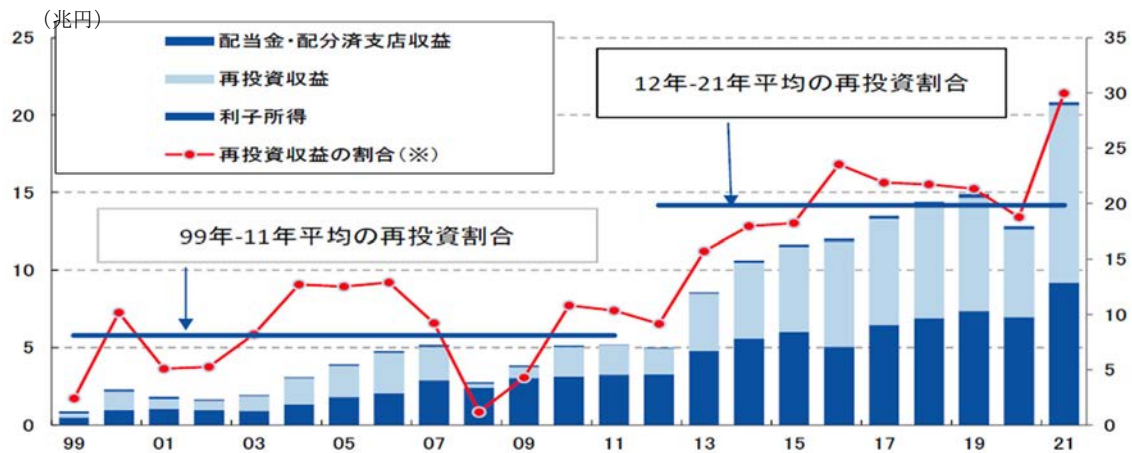
(出所) 日本銀行

### 3. 海外直接投資の構造と変化

#### (1) 海外直接投資における再投資

直接投資による収益に関して、企業の方からは、海外現地法人から日本本社に戻さないマネーが増えているという話を多く聞くようになってきている。もちろん会社によっては、一度全て本社に集約する方針とする社も存在するが、マクロで見ると、図表4にあるように直接投資収益に占める再投資収益の割合は増加傾向にある。冷静に考えると、日本に期待収益が見込める投資先がないのであるから海外に投資したのであって、海外で稼いだ収益を一々日本に戻すという発想にはなりづらいだろう。企業の方との話しから、海外で稼いだ収益を日本に戻さないことによって日本にはキャッシュがなく、そのため日本では設備投資ができずに賃上げをしようという空気にもならない、という声を聞くが、図表5はそうした状況をマクロで示すものである。

図表4 直接投資収益と再投資収益の推移



（注）「再投資収益の割合」は再投資収益が第一次所得収支（受取）に占める割合。

（出所）日本銀行

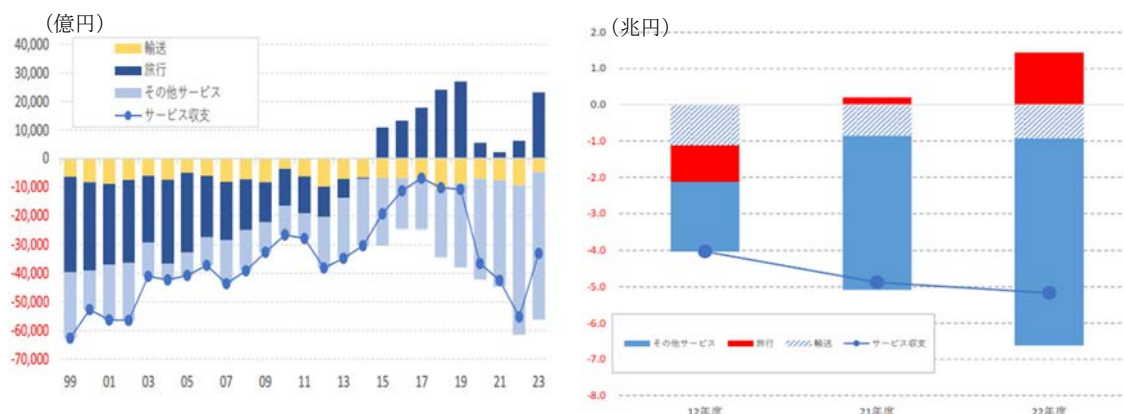
## (2) 赤字が懸念されるサービス収支

日本の対外経済部門を議論する際、まず貿易収支があり、次に所得収支があつて、特に第一次所得収支の一部は日本国内に戻ってきていないとする議論をここまでで整理した。本項では、近年、サービス収支の赤字も懸念点になっているという点を整理したい。

サービス収支は、輸送、旅行、その他の3本の収支から構成されるが、日々メディア等で報じられるのは、旅行収支でインバウンドがすごい勢いで外貨をもたらしてくれているという話題である。図表5にあるように、2023年の旅行収支は9月までで2兆円を突破していることから、今年は史上最高を更新すると思われる一方で、さらに比較にならないペースで伸びているのが、その他サービス収支の赤字である。この10年で日本のサービス収支に起きたことは2点で、①旅行収支が黒字に転化したことと、②その他サービス収支の赤字が3倍になったことが指摘できる。ここの背景を把握した上で必要な対策を打たなければ、外貨が漏れ出るような状況が続いていくことにもなりかねない。また、サービス収支に出てくる為替のフローはアウトライト取引を伴うと思われ、足元の円安の遠因にもなっていると思われる。



図表5 サービス収支の推移



(注) 2023年は1～9月合計

(出所) 日本銀行、macrobond

### ① 好調なインバウンドと人手不足の影響

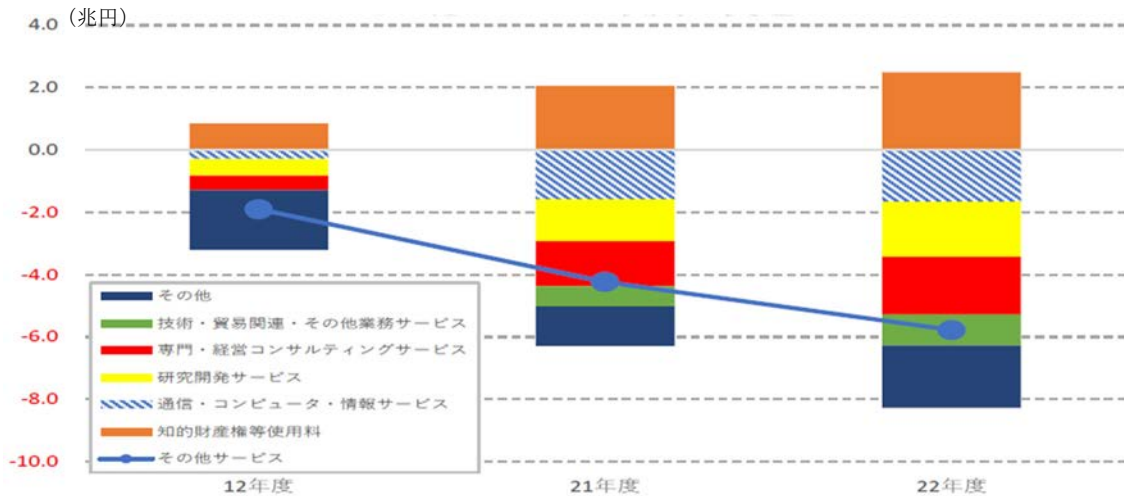
旅行収支の黒字は、そもそもサービスを提供する人手があって成立するものであるが、全業種で人手不足となっている中で、宿泊・飲食サービスはひと際大きな人手不足感が広がっており、例えば、ホテルが人手不足で営業を諦めるといった事例も出てきている。インバウンドの需要がいくらあっても、インバウンドに対するサービスの供給が行われないという局面がこの先想定され、仮にそのようなことが現実となれば、さらにそこから得られる外貨にもいずれ天井が見えてくる可能性が出てくるだろう。

### ② その他サービス収支の赤字

一方で、その他サービス収支の赤字は、天井とは逆方向で、さらに下に向けて広がっていく可能性がある。

その他サービス収支は、非常に多くの項目が含まれているが、デジタル赤字という言葉で呼ばれるようになったのが「通信・コンピュータ・情報サービス」で、年間約2兆円の赤字となっている。いわゆるGAFAに支払われているクラウドサービス、動画配信サービス、生成AI等の利用料金等がここに入っていて、さらに支払いが増加する（赤字が広がる）傾向にある。「専門・経営コンサルティングサービス」は、これ以上分解できないので詳細ははっきり分からないものの、外資系のコンサルティング料金であるとか、ネット広告の収入であるとか、国際スポーツ大会のスポンサー使用料といったものが入っている。「研究・開発サービス」も大きい。日本に開発拠点を設けずに海外に開発拠点を設ける日本企業—例えば製薬関連企業など—が増加しているほか、そもそも海外の研究開発機関に頼るケースも増加している点はここによく映し出されている（図表6）。

図表6 その他サービス収支の推移



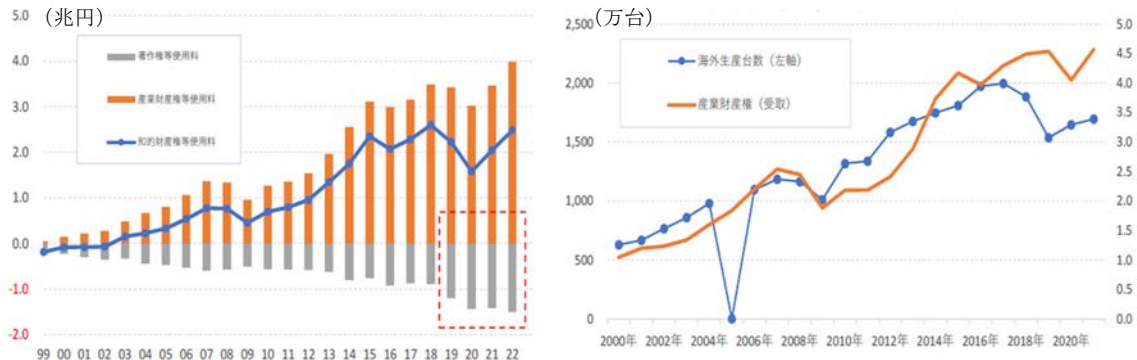
（出所）macrobond

反対に、黒字が継続しさらに拡大しているのが知的財産権等使用料である。国際収支統計上では、産業財産権等使用料と著作権等使用料の合計として示される。

図表7（左図）にあるように、産業財産権等使用料の受取は黒字であるが、産業財産権等使用料とは、例えば海外で日本企業が自動車を生産する際に日本本社に支払うロイヤリティ等のことである。図表7（右図）をみると、産業財産権の受取と海外における自動車生産台数の推移が同様の動きを示している。産業財産権の黒字は2010年頃から増加しているが、時を同じくしてこの時期から日本の対外直接投資は増加し始めている。日本企業が海外への生産移管を進めた一方で、海外で生産したものに対するロイヤリティとして日本へ戻ってきた結果がこの受取であり、その裏側では貿易赤字が広がっている、あるいは貿易黒字が消滅しているということではあるが、日本の貿易黒字が失われた代わりに、産業財産権の受取が増加したという形になっている。

一方、知的財産権等使用料の一つである著作権等使用料の支払いが近年増加している。具体的には、ソフトウェアのほか、音楽、映像等の使用許諾料であり、動画の定額配信サービスに対する課金もここに含まれる。知的財産権等使用料の収支は現在黒字であるが、足元ではこうした使用料の値上げが実施されており、これもデジタル赤字の流れと合わせて、いずれ黒字が減少していくのではないかと考える。

図表7 知的財産権使用料等の推移



(出所) 日本銀行

### ③ サービス収支の組替え(試算)

図表8では、日銀レビュー<sup>3</sup>と同じ手法を用いて、サービス収支をモノ、ヒト、デジタル、カネ、その他という5つの分類に組み直す試みをしている。

一見して分かるとおり、今の日本のサービス収支はヒト対デジタルの時代に入っている。この点が対外経済部門の変化という意味で大変重要であるが、ヒトの部分というのは要すれば旅行収支、インバウンドなので、先ほど見たような天井がある。一方デジタルの部分は値上げと言われたら値上げを受け入れなければいけない類のことが多い。例えば、クラウド使用料が値上げとなってもそれによって使用しなくなるということは考えにくいだろう。しかも日本はまだ価格が安く据え置かれているという国であることから、今後値上げされていく可能性がある。観光は労働集約的な側面があり、一言で言うと肉体労働で稼いだ外貨が、デジタルに代表される頭脳労働で吸収されていていっている姿が、今の日本のサービス収支で起きていることであろう。経済産業省<sup>4</sup>は、デジタル赤字は今後原油輸入額並みの規模になるという見込みを示しているが、外貨を稼げる経路であるインバウンドに関してはヒトの制約が生じる一方で、デジタルの部分はアップサイドの余地が残っているので、この帳尻を合わせるのは通貨安しかないのではないかというのが、長い目で見たときの円相場に対する一つの見方だと考えている。

また赤字が最近増えているカネ関連というのは、保険・年金サービス収支と金融サービス収支の合計（そのほとんどが保険・年金サービスの払い）として日銀レビューでは計算されている。この理由について日銀レビューでは「再保険料の支払増加の背景としては、国内で投資性の強い保険商品の契約が増えている中、本邦の保険会社が市場リスクを抑制するために海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約も増加していることがある」と指摘している。投資性の高い保険商品は何であるかまでは書いていないが、これは外貨建ての保険と変額年金保険のことを指しているものと思われる。それらを販売した結果として、日本国内の保

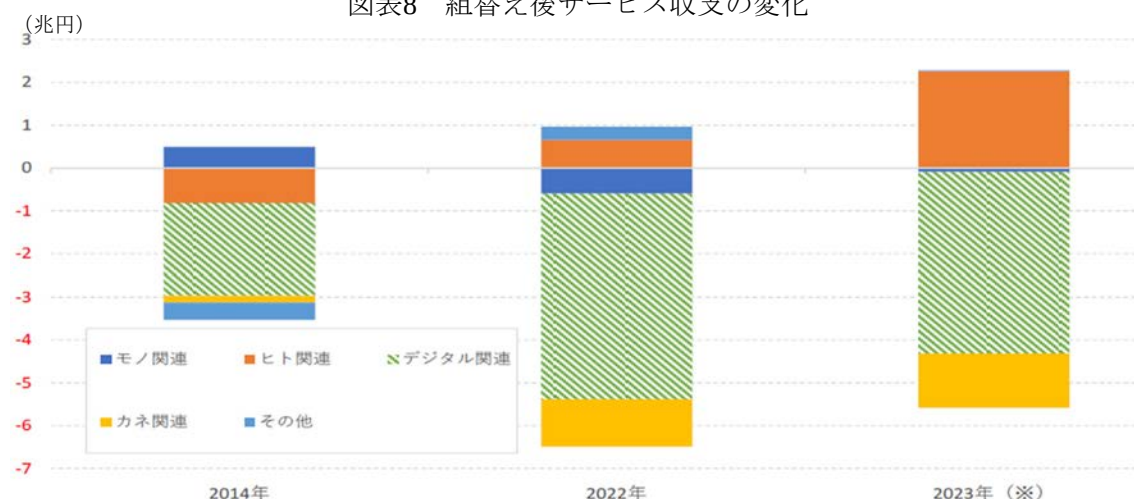
<sup>3</sup> 日銀レビュー23-J-9「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」（2023年8月10日）

<sup>4</sup> 経済産業省商務情報政策局「半導体・デジタル産業戦略」（2023年6月）P.35



険会社が受ける為替リスクと市況変動のリスクが増大し、それを外に出した結果、サービス収支の赤字につながっているということであるが、外貨建ての保険販売は国際収支に影響を与えるほどであり、さらに円安にも寄与しているのではないかという見方もできるということである。

図表8 組替え後サービス収支の変化



（出所）日銀レビューを基に筆者作成

#### 4. 「貯蓄から投資」と「円から外貨」をセットで考える

図表9にあるように、家計には現預金（外貨預金を除く）が1,100兆円あり、基本的には日本の家計は保守的なままで動いていないという印象がある。2000年3月末からの家計部門の金融資産構成の変化を見ると、外貨預金の構成比が0.9%から3.5%に多少上昇しているものの、依然として96.5%は円貨性である。現預金（外貨預金を除く）1,100兆のうち5%分が外貨へ動けば約55兆円、10%分動けば約110兆の円売りが出ることになる。日本の経常収支黒字は約11兆円である規模感との対比でも、例えば2024年から始まる新NISAで家計が外貨性の資金を増加させれば円売りに寄与するので、資金循環統計上どのような動きとなるか注目している。

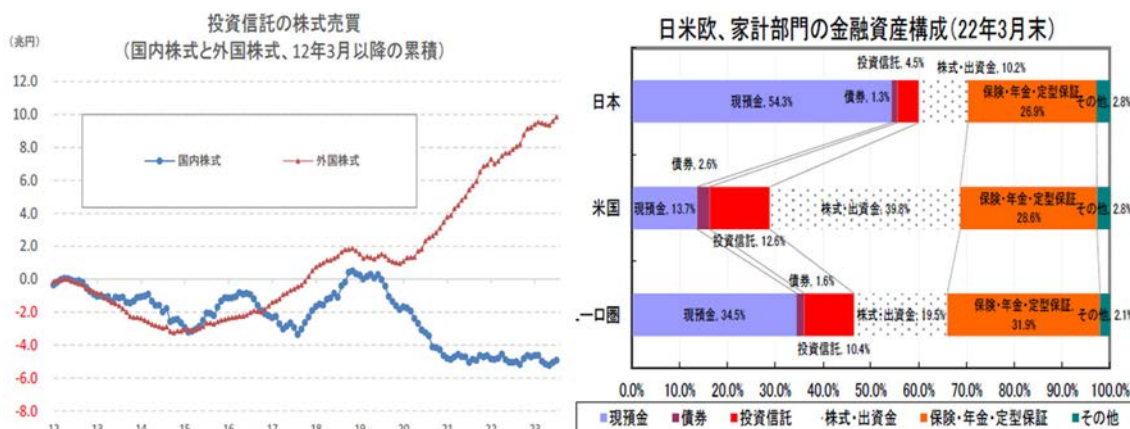
図表9 本邦家計部門の金融資産構成の変化

| 本邦家計部門の金融資産構成(2023年6月末) |         |        | 本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末) |         |        | 2000年3月末から2023年6月末にかけての変化 |        |  |
|-------------------------|---------|--------|-------------------------|---------|--------|---------------------------|--------|--|
|                         | 金額(兆円)  | 構成比(%) |                         | 金額(兆円)  | 構成比(%) | 金額(兆円)                    | 構成比(%) |  |
| 総資産                     | 2,114.9 | 100.0  | 総資産                     | 1,401.1 | 100.0  | 713.7                     |        |  |
| 外貨性                     | 74.1    | 3.5    | 外貨性                     | 13.2    | 0.9    | 60.9                      | 2.6    |  |
| 外貨預金                    | 6.6     | 0.3    | 外貨預金                    | 3.1     | 0.2    | 3.5                       | 0.1    |  |
| 対外証券投資                  | 26.0    | 1.2    | 対外証券投資                  | 4.7     | 0.3    | 21.3                      | 0.9    |  |
| 投資信託                    | 41.5    | 2.0    | 投資信託                    | 5.3     | 0.4    | 36.1                      | 1.6    |  |
| 円貨性                     | 2,040.8 | 96.5   | 円貨性                     | 1,387.9 | 99.1   | 652.8                     | ▲ 2.6  |  |
| 現預金(外貨預金を除く)            | 1,110.8 | 52.5   | 現預金(外貨預金を除く)            | 741.6   | 52.9   | 369.2                     | ▲ 0.4  |  |
| 国債等                     | 27.5    | 1.3    | 国債等                     | 50.6    | 3.6    | ▲ 23.1                    | ▲ 2.3  |  |
| 株式・出資金                  | 267.7   | 12.7   | 株式・出資金                  | 138.3   | 9.9    | 129.4                     | 2.8    |  |
| 投資信託(外貨部分を除く)           | 64.4    | 3.0    | 投資信託(外貨部分を除く)           | 52.2    | 3.7    | 12.2                      | ▲ 0.7  |  |
| 保険・年金準備金                | 537.9   | 25.4   | 保険・年金準備金                | 369.9   | 26.4   | 168.1                     | ▲ 1.0  |  |
| 預け金など                   | 32.4    | 1.5    | 預け金など                   | 35.3    | 2.5    | ▲ 2.9                     | ▲ 1.0  |  |

(出所) 日本銀行「資金循環統計」から試算

図表10で投資信託経由の株の売買動向を見ると、国内から海外へという動きはここ3年で明確に出ており、こうした動きも円安に関係があったのではないかと考えている。また、政府が知的財産立国（知的財産の創造、保護及び活用に関する推進計画）を進める中で、このような動きが加速していくと、円安も加速してくるリスクはあるだろうという点も指摘しておきたい。

図表10 投資信託の株式売買



(注) 2012年3月以降の累積。2023年9月までのデータ。

(出所) 投資信託協会

## 5. 「強い円」はどこにいったのか～日本にできること

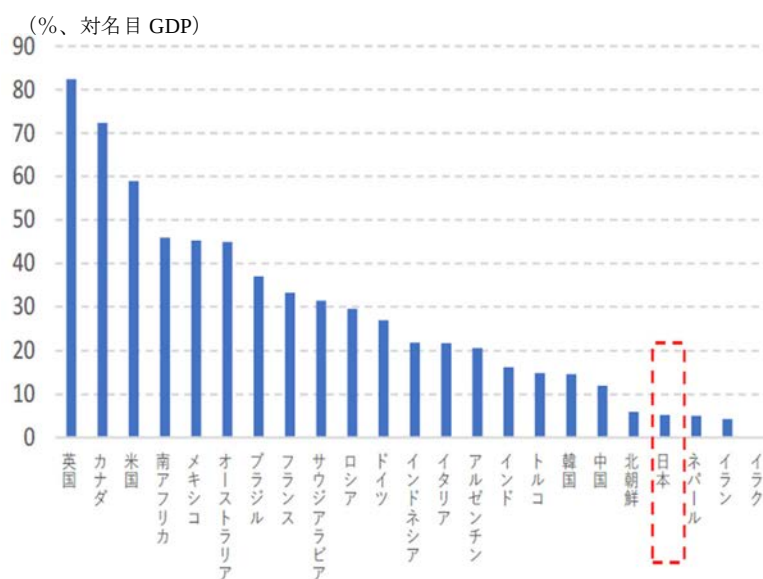
### (1) 日本にできること

ここまで見てきたように、世界の経常収支と日本のそれを比較すると、日本は異なった構造を示しているように見える。すなわち、大きな経常収支黒字がありながら、その太宗が所

得収支黒字であるという国は世界的に珍しいし、先進国の中でも珍しい。貿易収支は赤字である一方、所得収支は黒字であるが、その利益(マネー)は日本国内には戻ってきていない。さらにサービス収支の赤字が拡大していく過程にあるということであれば、日本には実体経済はあるのかという疑問も湧いてくる。そこで日本にできることはないか、という視点から、製造業の国内回帰や、対内直接増加が取り上げられることが多い。

財を国内で製造し輸出して外貨を稼ぐ、もしくは生産や雇用を支えるという構造を考える際、基本的には、蓄電池と半導体製造が、付加価値が高くて必要な産業と思われる。農産品の輸出も重要であり推進すべきものであるが、今後、半導体が必要にならない世の中はあり得ないため、そうした工場を誘致し、他国から選ばれるよう対内直接投資を積み上げる努力が重要であろう。政府は、対内直接投資残高を早期に100兆円とする新たな目標を定め、海外からの人材・資金を呼び込むための「アクションプラン」を策定した<sup>5</sup>。半導体関連工場の誘致・建設が大きな話題となっているが、ここでも人手不足が大きな課題となっている。現在、GDP比で見た対内直投残高は北朝鮮以下の規模である中で(図表11)、海外製造業による日本への直接投資を増加させるための取組みが極めて重要であると考えられる。

図表11 主要国の対内直接投資残高(2021年)



(出所) UNCTAD

<sup>5</sup> 「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」(対日直接投資推進会議、令和5年4月26日決定)

## (2) 今後の発展段階

国際収支における発展段階説によると、今の日本は「成熟した債権国」とであるとされている<sup>6</sup>。ここから次の段階（最終段階）である「債権取り崩し国」に移行するかどうかという議論が、この円安局面の中で何度かなされている。仮にそうなる（経常収支が赤字になる）のであれば、サービス収支が赤字幅を広げていく形で起きるのであるだろうか。その際、現在の日本は「成熟した債権国」とであるとされる中で、キャッシュフローベースでの経常収支で見るとすでに赤字になっているという第2節で指摘した視点で現状を捉えていくことが必要ではないか。さらに「債権取り崩し国」に向かっていく未来の前に、現在既に外貨が漏れていっている状況を理解するべきではないか。

参考としてスイスを取り上げて見ると、以前のスイスは貿易赤字であったが、現在は貿易黒字に転換し、安定的に為替の需給が自国通貨買い超になっている。スイスは薬と時計という付加価値の高い材を輸出していることで知られる。ここからのインプリケーションとして、日本も超高付加価値な財をいかにして見つけていくかによって、対外経済部門の循環が変わっていくことを期待したい。

## 6. さいごに～円を巡る構造変化の視点

為替と貿易収支を巡る因果関係として、円安によって輸入が増えるから貿易赤字が悪化するのか、貿易赤字だから円安になっているのかどちらかなのかという議論がある。どちらの関係もあると思うが、日本の歴史を振り返ると、資源輸入国である日本は、原油価格が上昇することで輸入が増え、貿易赤字を広げてきた経緯があることから、資源価格の上昇が起点となっているケースは相当あるのではないかと思う。

2013年頃までは、円安になれば輸出が増える傾向も見られ、円安で輸入金額が膨らんでも輸出も膨らんだことから、円安の副作用が話題になりにくかったが、現在は、輸入が増える部分だけがクローズアップされるので、特に円安が輸入を膨らませるという議論になりやすい。筆者自身は、実際は資源価格が上昇している影響が大きく、原油価格の上昇から円安が始まったと見ている。なお、原油価格の動向については、脱炭素の機運の中で、供給能力が絞られていくことにより価格が上昇している面があり、これが所与の前提になるのであれば、貿易収支の悪化が構造的に働くことでの円安ということも言えるのではないかと考える。

2015年以降、海外から円に対する引き合い・関心が大幅に低下しているというのが肌感覚としてある。特に2022年後半以降に限定すると、日本（円）は、日本の消費者物価上昇率がアメリカの総合ベースCPIをたまに超えたりするにも関わらずマイナス金利であることや、

<sup>6</sup> 一国が債務国から債権国へ発展するように、国際収支の構造が経済発展に伴って変化する段階を、国際収支の観点から6段階に分けて定義づけする考え方。日本は、財・サービス収支と第一次所得収支の双方で稼ぐ「未成熟の債権国」から、財・サービス収支が赤字になった一方で第一次所得収支が大幅な黒字に増加した「成熟した債権国」に移行しているとされる。

貿易収支が赤字であることなどから、円買いの積極的な理由がないとする声も聞く。他方で、企業の方と話すと、海外での収益を日本国内に還流させて賃上げの原資として活用するという萌芽もみられ、こうした動きは今後広がりを見せるかもしれない。国際的な円の流れを巡る構造変化にどのような影響をもたらすのか、今後注視していくべきだろう。

#### 参考文献

唐鎌大輔（2022）「強い円」はどこへ行ったのか」日本経済新聞出版