

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

国際収支構造の変化と ドル円相場の関係について

公益財団法人 国際通貨研究所
Institute for International Monetary Affairs (IIMA)
経済調査部 上席研究員 橋本将司

* 本稿は2022年9月29日までの情報に基づき作成。

1. 日本の国際収支の構造変化

(1) 国際収支の全体像	P3
(2) 財貿易収支	P4
(3) 第一次所得収支	P5
(4) 直接投資	P6
(5) 証券投資	P7

2. 国際収支の構造変化とドル円相場

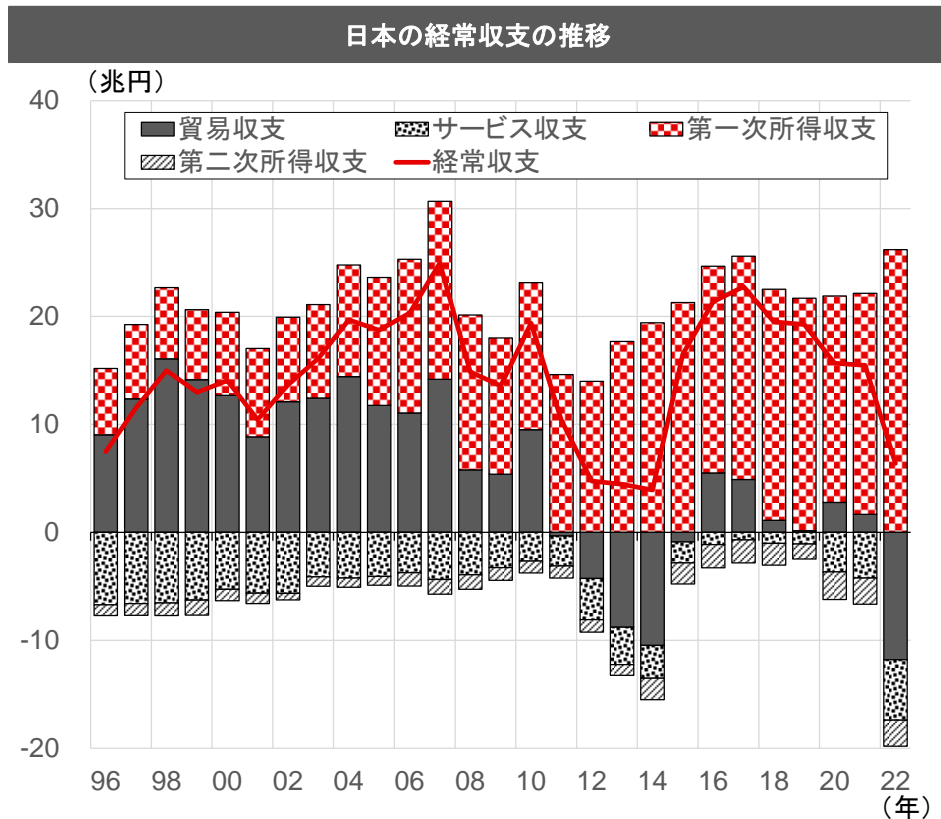
(1) ドル円相場とドルの上昇サイクル	P8
(2) 経常・貿易収支と円相場	P9
(3) 総合的な需給と円相場	P10
(4) 国際収支による需給と為替市場の規模	P11
(5) 他国の事例	P12
(6) 為替レートの理論的な変動構造	P13
(7) 均衡為替レートの変動要因	P14
(8) 国際収支の構造変化と為替レート	P15
(9) 円の実質実効為替レート推移の大局観	P16

まとめ	P17
-----	-----

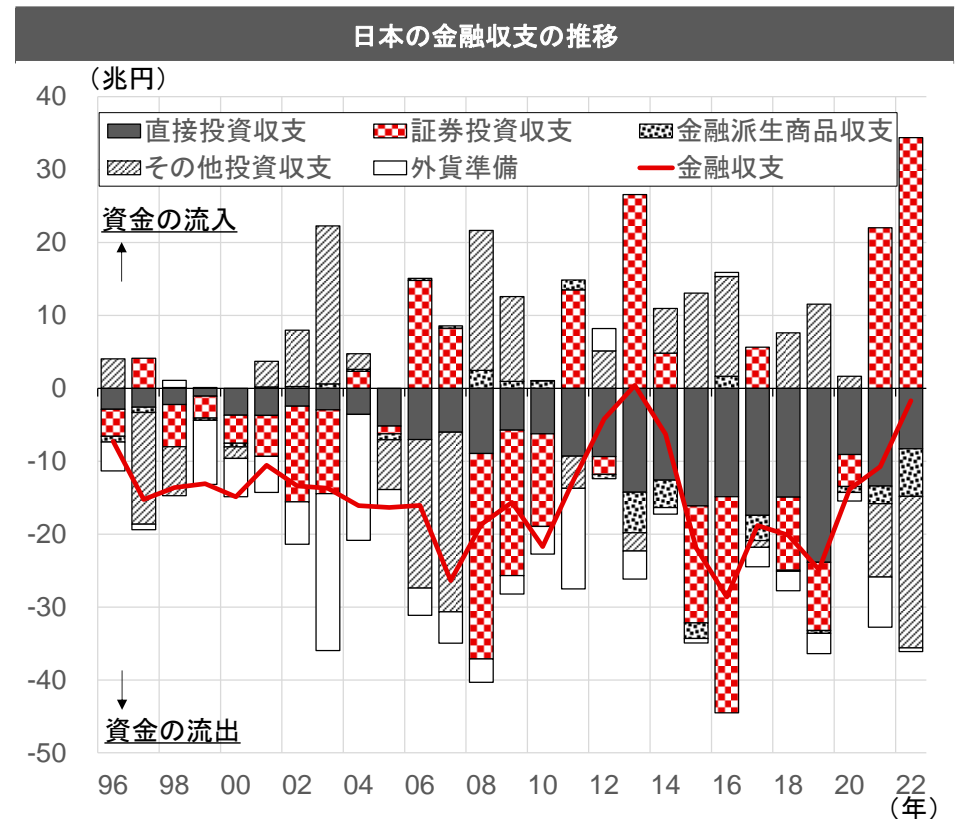
主要参考文献	P18
--------	-----

1. 日本の国際収支の構造変化～(1)国際収支の全体像

- 1990年代後半以降の日本の国際収支においては、経常収支が年間10兆円～20兆円程度の黒字で推移して来たが、その内訳は構造的に大きく変化して来た(左図)。かつて経常黒字の大部分を占めていた貿易黒字が2000年代後半頃から減少傾向になった一方、これを埋め合わせる形で増加して来た第一次所得収支の黒字が、2010年代以降の経常黒字の大部分を占める形となっている。サービス収支も、2010年代以降の訪日外国人増加による旅行収支の改善などにより、赤字幅が縮小して来た(2020年以降はコロナによる渡航制限で再び赤字拡大)。尚、2022年は商品・資源価格の世界的な上昇と円安により貿易赤字が拡大しつつあり、経常収支は、黒字は維持されつつも、2010年代前半につけた水準近辺まで減少する恐れがある。
- 金融収支では、直接投資収支におけるネット資本流出が趨勢的な増加基調で推移して来た(右図)。2010年代以降は、証券投資収支でネット資金流出額が比較的大きい年もみられたが、証券投資収支と相反して動くケースが多いその他投資収支におけるネット資金流入が、こうしたネット資金流出を一部相殺する形となっている。



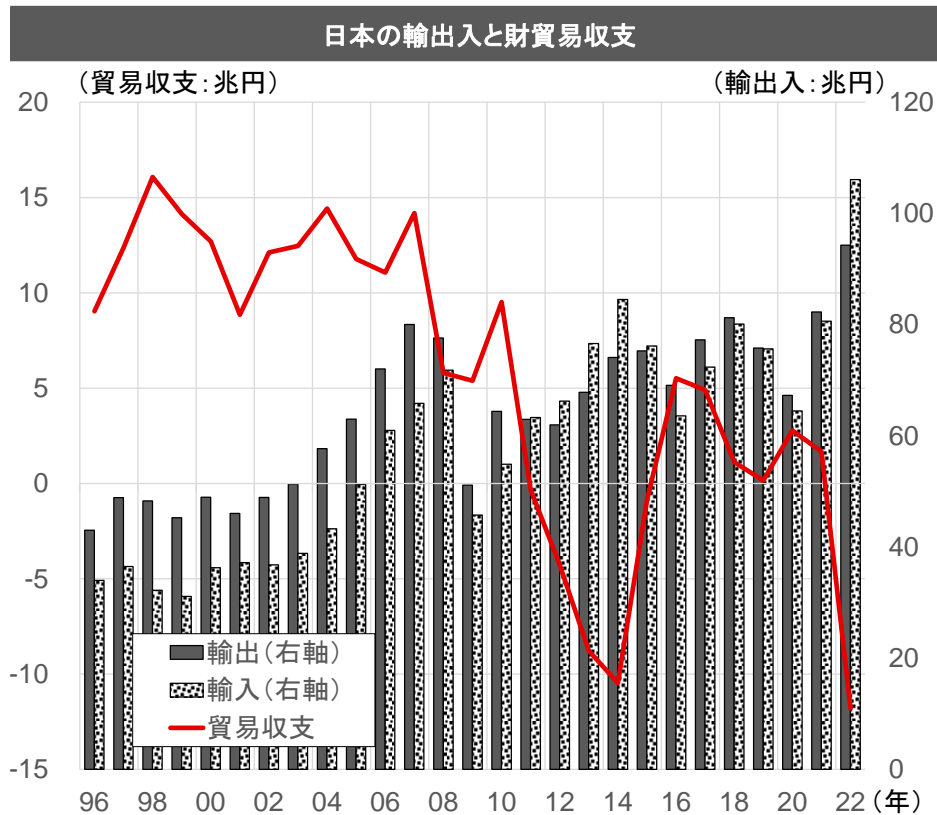
(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。



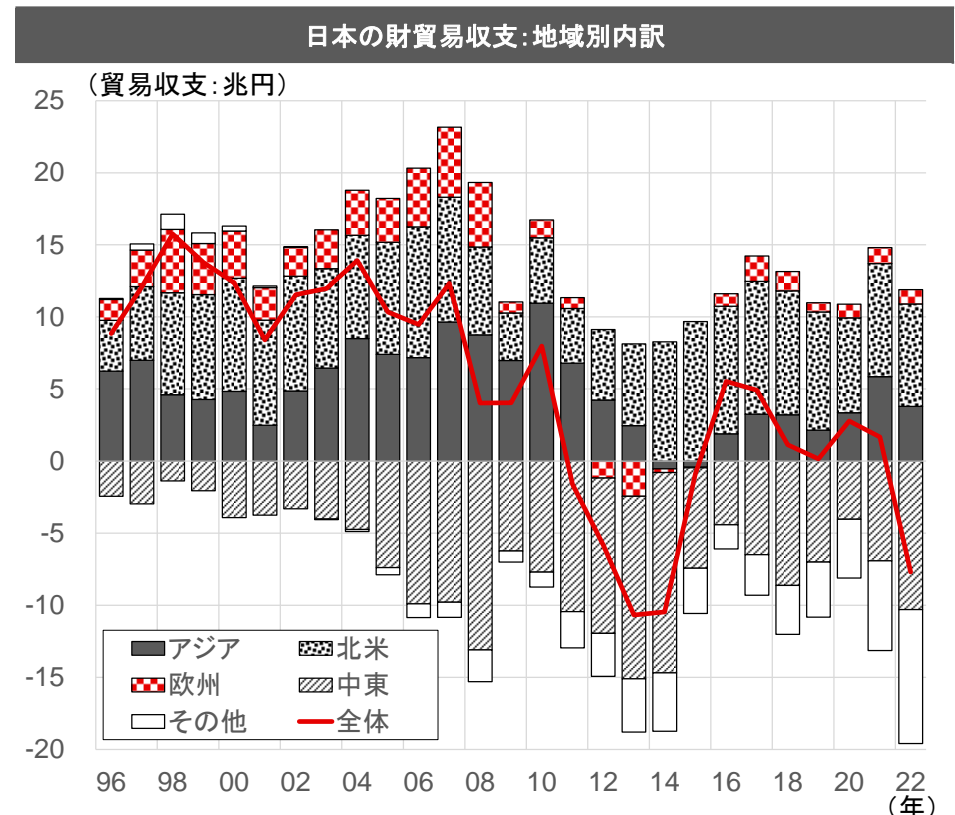
(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

1. 日本の国際収支の構造変化～(2)財貿易収支

- 財の貿易収支を輸出入に分けてみると、趨勢的に輸出の伸びを輸入の伸びが上回って来たことが、貿易黒字減少の主因となっている(左図)。また、財貿易収支の地域別内訳をみると、北米向けの貿易黒字は概ね一定の水準で推移して来た一方、欧州やアジア向け、特にアジア向けの黒字幅が2010年代以降、大きく減少した(右図)。中東向けの赤字幅も2000年代半ば頃から拡大している。
- こうしたデータに鑑みると、近年の日本の貿易黒字縮小の背景には、アジア地域への製造拠点の流出や部品などの現地調達増加、さらには日本の産業競争力の低下などによる貿易黒字の縮小と、2000年代半ば以降の原油など資源価格の上昇、2011年の福島原子力発電所事故以来のエネルギー分野における化石燃料への依存度増大による資源輸入額の構造的増加などがあったと推察される。
- 2022年は資源価格の上昇と円安による輸入額の急増により、1996年以降で最大の貿易赤字額に陥るリスクもある。



(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

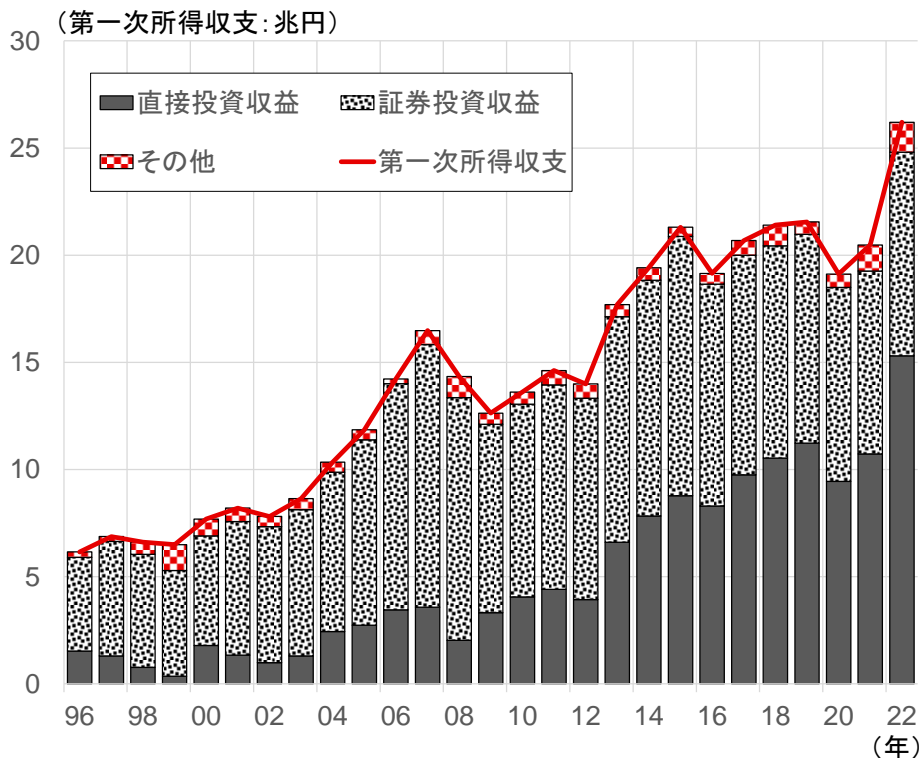


(資料)財務省、日銀より国際通貨研究所作成 (注)22年は第1四半期までのデータを年率換算。

1. 日本の国際収支の構造変化～(3)第一次所得収支

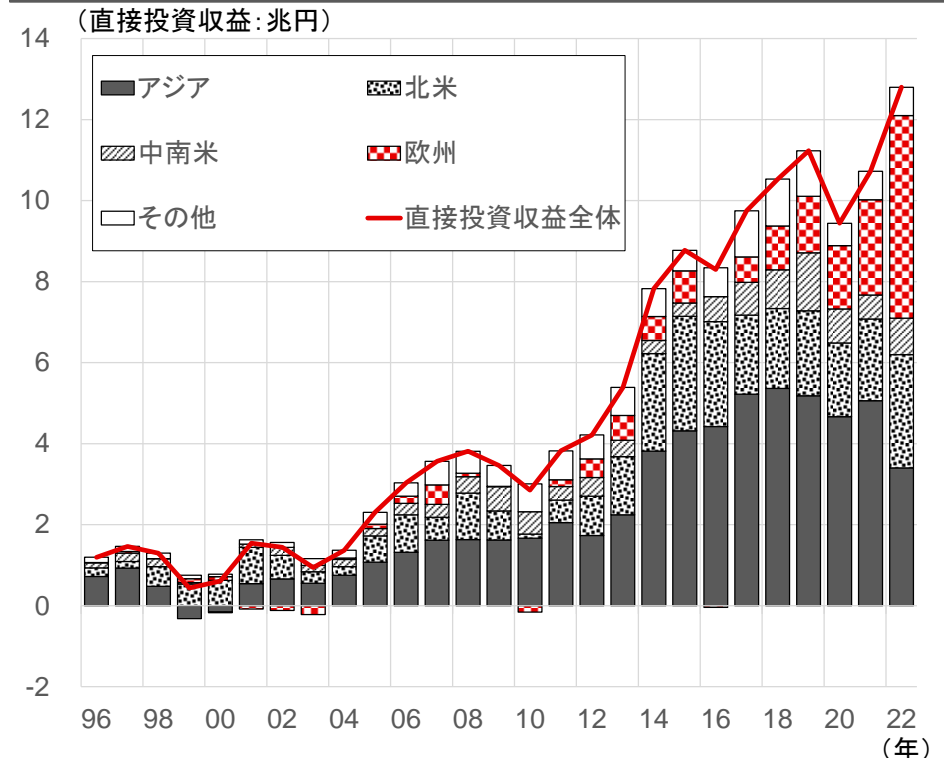
- 近年経常黒字の大部分を占めるようになった第一次所得収支黒字の内訳をみると、2000年代半ば以降、証券投資収益は横ばい推移となった一方、直接投資収益が増加傾向に転じ、足元では第一次所得収支黒字の半分以上が直接投資収益によるものとなっている(左図)。
- その第一次所得収支黒字における直接投資収益の地域別内訳をみると、2000年代以降、アジアが北米を抜いて収益獲得第一位としての地位が概ね定着(右図)。その後もシェア増加傾向が続き、特に2010年代以降は急増した。
- 経常黒字の大部分を占める第一次所得収支黒字は、アジアからの直接投資収益の占める部分が多い。日本企業の製造拠点などのアジアへの流出は、日本の貿易黒字減少の一因となったが、そうした海外拠点からの収益が第一次所得収支黒字として還流し、経常黒字の支援要因の1つになったと考えられる。

日本の第一次所得収支とその項目別内訳



(資料)財務省、日銀より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

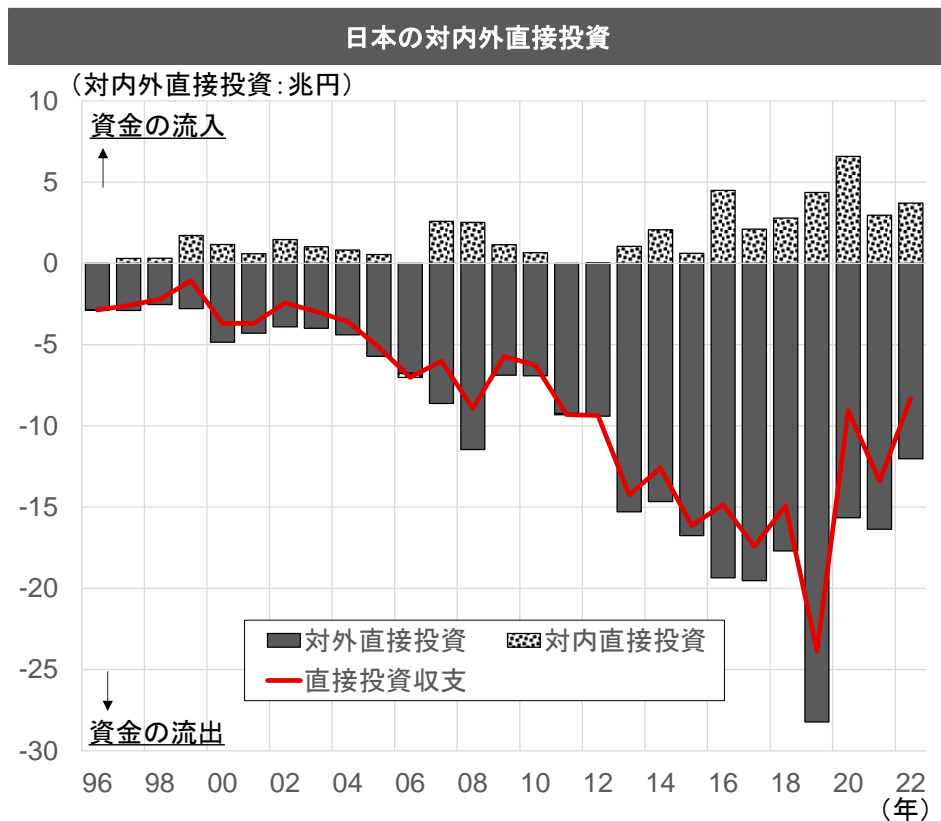
日本の直接投資収益(ネット)の地域別内訳



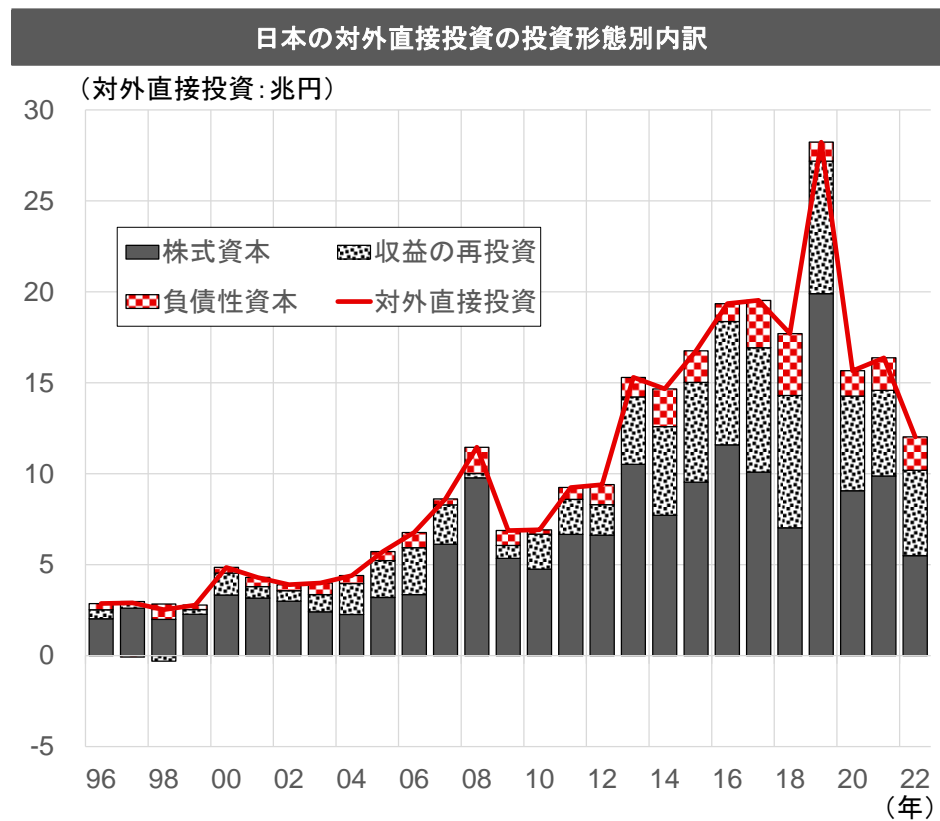
(資料)財務省、日銀より国際通貨研究所作成 (注)22年は第1四半期までのデータを年率換算。

1. 日本の国際収支の構造変化～(4)直接投資

- 直接投資収支について、対内直接投資と対外直接投資に分けてみると、2000年代以降、対内直接投資は増加はしているが伸び悩んでいる一方、対外直接投資が顕著な増加傾向にあることが、近年直接投資収支におけるネット資本流出傾向が強まっている主因となっている(左図)。尚、2020年以降は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響などにより対外直接投資の増加傾向はやや一服している。
- 対外直接投資の投資形態別の内訳をみると、これまで行われて来た投資の積み上がりもあり、近年は収益の再投資のシェアが上昇傾向にあり、本邦から離れたところで資金がまわり始めている兆しもある。



(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

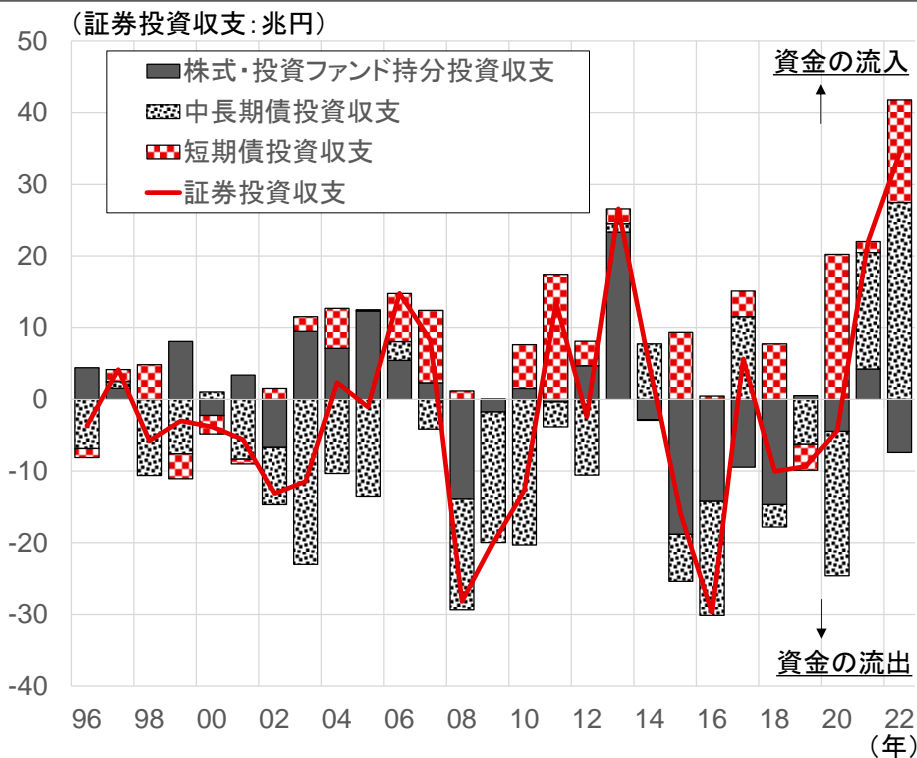


(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

1. 日本の国際収支の構造変化～(5)証券投資

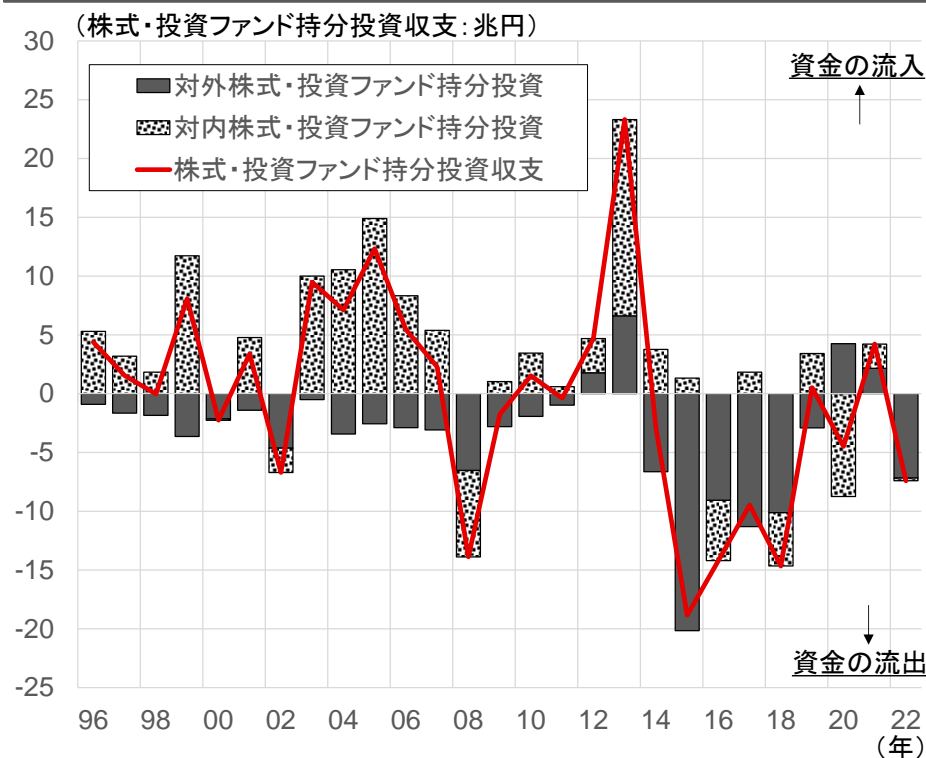
- 証券投資収支の項目別の内訳をみると、2000年代までは総じて中長期債投資収支はネット資金流出傾向で、株式・投資ファンド持分投資収支と短期債投資収支はネット資金流入傾向にあったが、2010年代以降は、株式・投資ファンド持分投資収支もネット資金流出傾向がやや強まっている(左図)。証券投資は、経常黒字の海外への資金還流経路の1つでもあるため、証券投資収支全体では、総じてネット資金流出傾向となっている。
- 株式・投資ファンド持分投資収支について、対外投資と対内投資に分けてみると、2000年代頃までは対外投資による流出額よりも、対内投資による流入額が大きく、ネット資金流入となっていた(右図)。しかし、2010年代頃からは、対内投資が減少傾向になると共に(アベノミクスを受けた2013年の株高に伴う一時的な急増を除く)、対外投資は増加傾向となり、全体ではネット資金流出傾向となっている。内外投資家のリスクマネーが、日本の株式市場への投資に向かい難くなっている可能性を示唆している。

日本の証券投資収支と項目別内訳



(資料)財務省より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

日本の対内外株式・投資ファンド持分投資



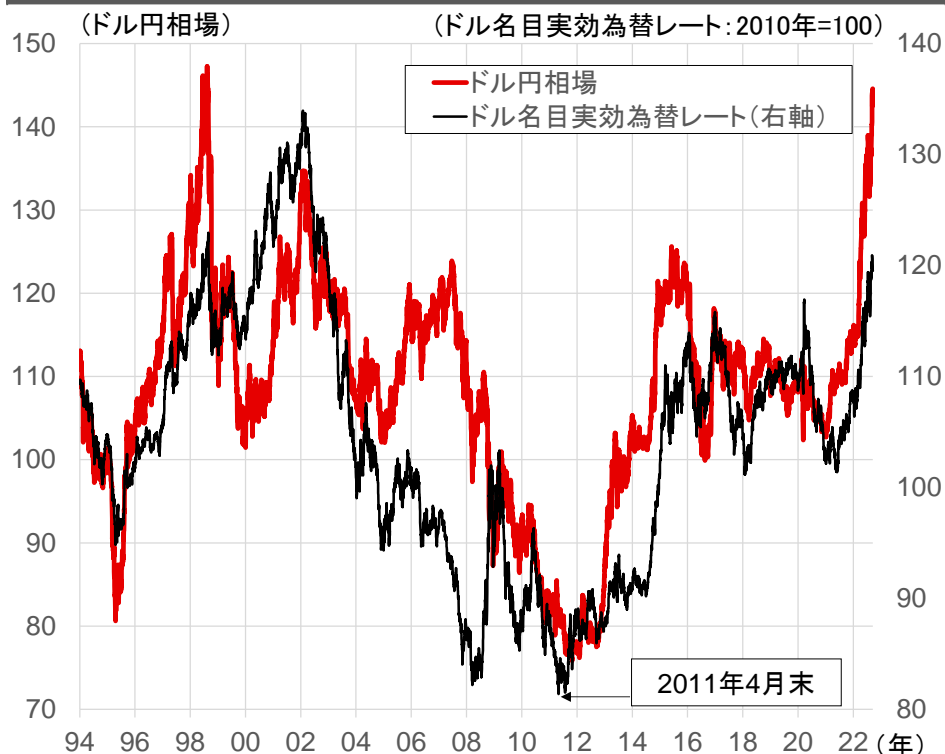
(資料)財務省、日銀より国際通貨研究所作成 (注)22年は7月までのデータを年率換算。

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(1)ドル円相場とドルの上昇サイクル



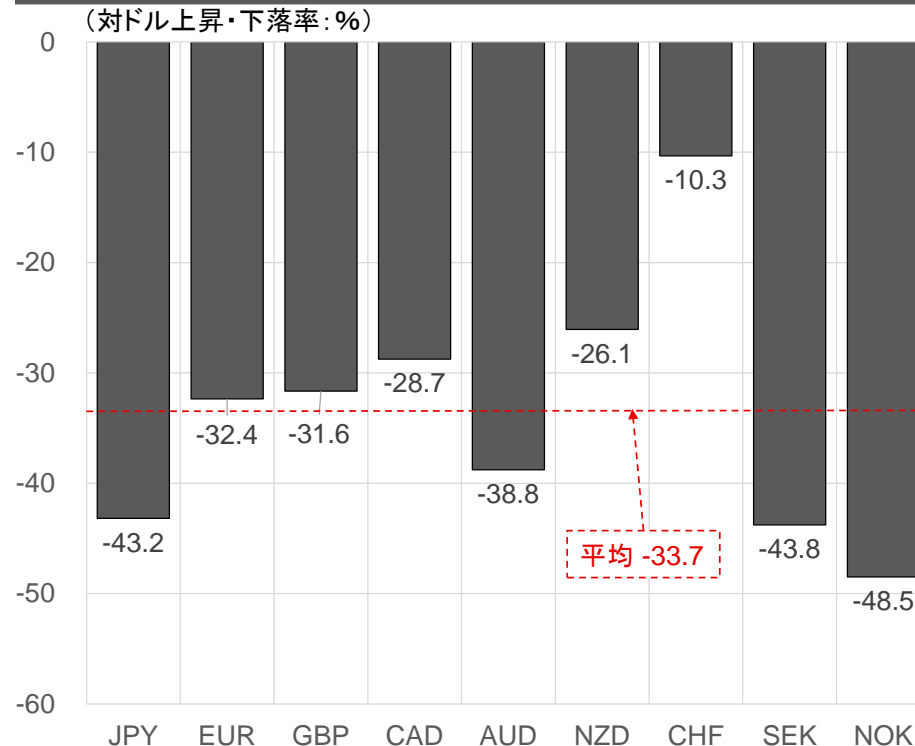
- 2022年のドル円相場は、24年ぶりとなる140円台までドル高円安が進んだ。1994年以降のドル円相場と共に、ドルの名目実効為替レートの大局的な推移をみると、2011年4月頃を底にドル(の名目実効為替レート)の上昇サイクルが続いている中で、ドル円相場もドル高円安が進んで来た(左図)。
- 2011年4月末を底に、2022年9月16日までの主要な先進国通貨の対ドル上昇・下落率をみると、全ての通貨が対ドルで下落しており、この間の各通貨の対ドル下落率の平均は33.7%となっている(右図)。円の下落率は43.2%で、平均よりも下落しているが、スウェーデン・クローナやノルウェー・クローネなどより下落している通貨もある。こうした状況から、円の対ドルでの下落は、円自体の下落と共に、相対的な米国経済の好調などを背景としたドルの上昇によるところも大きいと言える。
- 日本の国際収支の構造的変化はドルの上昇要因にはなり得ないため、以下では、円の実効為替レートの下落と日本の国際収支の構造的変化の関連性について焦点を当てる。

ドル円相場とドルの名目実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 名目実効為替レートはBIS公表のナローベース。

主要通貨の対米ドル上昇・下落率(2011年4月末→2022年9月16日)

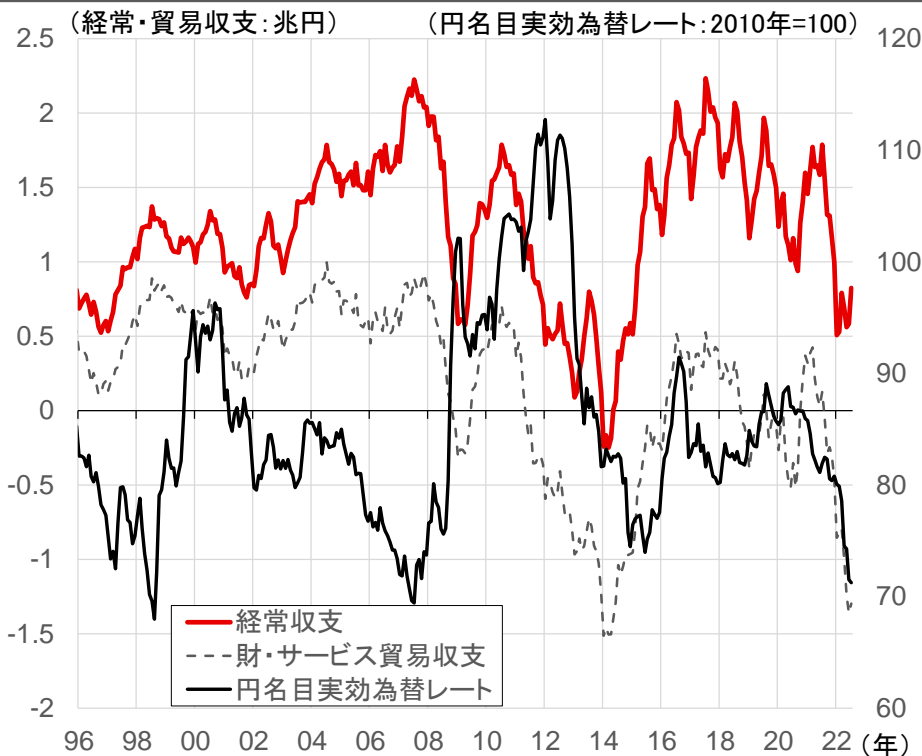


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(2) 経常・貿易収支と円相場

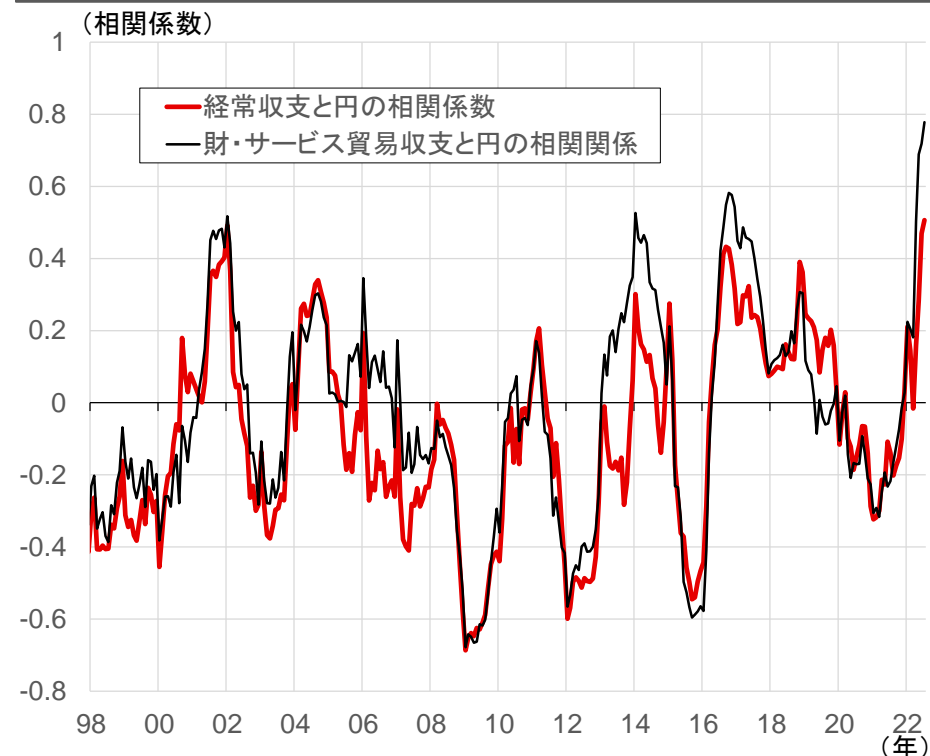
- 日本の経常・貿易黒字の増加は、需給的な円買い要因で円の上昇材料だが、数年単位の円の名目実効為替レートのサイクルとの連動性は然程高くない(左図)。経常収支及び貿易収支と、円の名目実効為替レートの月次データに基づき、両者の2年ウィンドウのローリング相関係数をみても、明確な順相関は観察されない(右図)。尚、両者の趨勢的な連動性については後述。
- 経常収支のうち、第一次所得収支は投資収益であり全てが外貨から円に転換されることなくそのまま再投資される場合があり、財・サービス貿易収支を構成する輸出入でも、獲得した外貨をそのまま保有するケースも考えられるなど、全てがそのまま為替市場における需給に反映されない可能性が挙げられる。また、為替市場における需給は、資本取引によるものなどが影響している点も挙げられる。例えば、2004年から2007年にかけての経常収支と円が逆相関になっている局面では、世界景気拡大の下で日本の輸出が増加して経常黒字が拡大する一方、市場のリスク選好的地合いから円が下落していた(円キャリー取引なども影響)と考えられ、経常収支以外の需給が円の動きに影響していたと考えられる。

経常・貿易収支(月次データの6ヵ月移動平均)と円の名目実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 名目実効為替レートはBIS公表のナローベース。

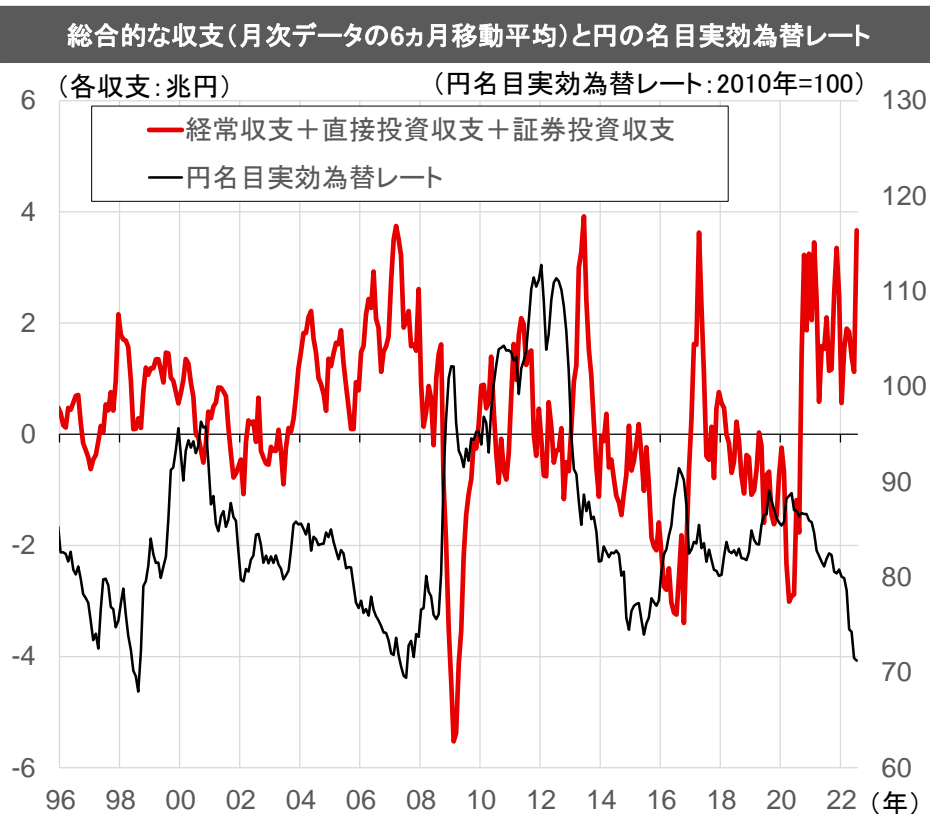
経常・貿易収支(月次)と円の名目実効為替レートの2年ウィンドウ・ローリング相関



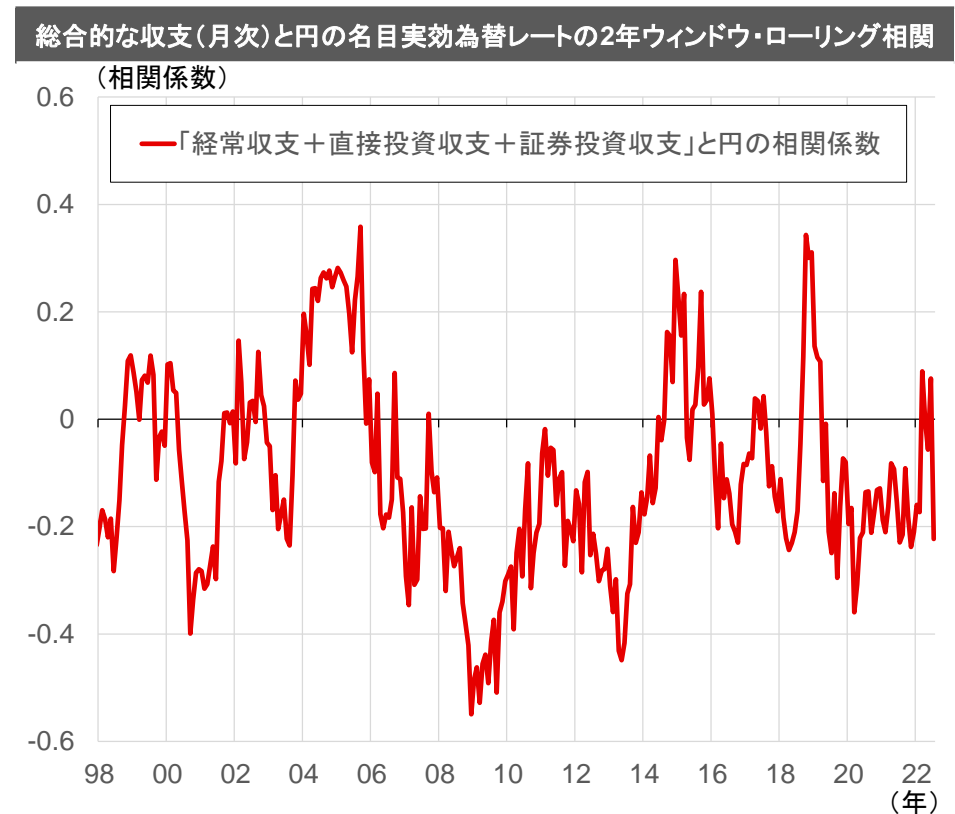
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(3)総合的な需給と円相場

- 国際収支統計は複式簿記の手法で集計されており、全ての項目を合計すると0となる。そこで、主要な項目のうち、その他投資収支については、既述の通り証券投資収支と相反して推移する傾向があるなど、他の項目の受け皿的に動いている面が強い可能性から、国際収支から考えられるより総合的な為替市場における円の需給を、経常収支、直接投資収支、証券投資収支を合計したもので計算。これと円の名目実効為替レートの数年単位のサイクルとの連動性を検証するとやはり然程高くない(左図)。両者の2年ウィンドウのローリング相関係数も、明確な順相関は観察されず、むしろ逆相関の時期もある(右図)。
- 直接投資も証券投資も、手持ちの外貨で実行したり、取引実行と共に為替ヘッジをかける場合など、やはり全てがそのまま為替市場における円の需給に反映されない可能性が挙げられるが、こうした取引などに関するデータは推計ベースに頼らざるを得ない。また、国際収支統計に計上されないオフバランス取引などが影響している可能性もあり、国際収支統計から計算されるデータで、円相場の数年単位のサイクルの動向を説明し得る円の需給を計算するのは限界があると考えられる。



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 名目実効為替レートはBIS公表のナローベース。



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(4)国際収支による需給と為替市場の規模

- 国際決済銀行(BIS)による直近の世界外国為替市場取引調査によると、2019年4月の1日あたりの世界の外国為替市場の取引額は6.6兆ドルで、そのうち日本円の取引額は1.1兆ドルとなっている(右上図)。
- BISの調査は、為替市場における全ての取引をグロスベースで集計したものであるため、同じ基準で比較するために日本の国際収支統計の2019年の年間データを全てグロスベースで計算・合計した上で、1営業日あたりのドル建てベースに換算すると、約1,286億ドルとなる(左図)。これはBISの調査による円の取引額の約1割程度の規模に過ぎず、日本の国際収支統計でカバーされるデータは、世界の外国為替市場の取引規模に比べて限定的となっている。
- BISの調査に基づき、日本円の取引が地理的にどこで取引されているかをみると、8割近くが日本以外の海外市場で取引されており、国際通貨である円の需給には外国人投資家の影響力が大きい可能性が示唆される(右下図)。

項目	金額	項目	金額
財輸出	75.8兆円	対内株式投資実行	482.5兆円
財輸入	75.6兆円	対内株式投資回収	479.0兆円
サービス輸出	22.8兆円	対外中長期債投資実行	539.5兆円
サービス輸入	23.9兆円	対外中長期債投資回収	521.0兆円
第一次所得受取	34.2兆円	対内中長期債投資実行	117.4兆円
第一次所得支払	12.6兆円	対内中長期債投資回収	105.2兆円
第二次所得受取	3.5兆円	対外短期債投資実行	32.4兆円
第二次所得支払	4.9兆円	対外短期債投資回収	33.7兆円
対外直接投資実行	72.1兆円	対内短期債投資実行	240.6兆円
対外直接投資回収	43.9兆円	対内短期債投資回収	245.5兆円
対内直接投資実行	33.3兆円	金融デリバティブ資産増加	60.0兆円
対内直接投資回収	29.0兆円	金融デリバティブ負債増加	60.4兆円
対外株式投資実行	62.3兆円	その他資産増加	32.2兆円
対外株式投資回収	59.4兆円	その他負債増加	47.1兆円
円ベース合計	3,549.6兆円	ドルベース1日あたり	1,285.6億ドル

(注)ドルベースへの換算は1ドル=110円を使用。

(資料)財務省、Bloombergより国際通貨研究所作成

項目	合計	スポット取引	アウトライフトワード	為替スワップ	通貨スワップ	通貨オプション
為替市場全体	6兆5,955億ドル	1兆9,874億ドル	9,993億ドル	3兆2,027億ドル	1,085億ドル	2,975億ドル
うち日本円	1兆1,085億ドル	3,602億ドル	1,453億ドル	5,157億ドル	241億ドル	632億ドル

(資料)BISより国際通貨研究所作成

	世界全体	英国	日本	米国	シンガポール	香港	その他
金額	1兆4,084億ドル	5,523億ドル	2,923億ドル	1,896億ドル	1,567億ドル	999億ドル	1,176億ドル
シェア	100%	39.2%	20.8%	13.5%	11.1%	7.1%	8.3%

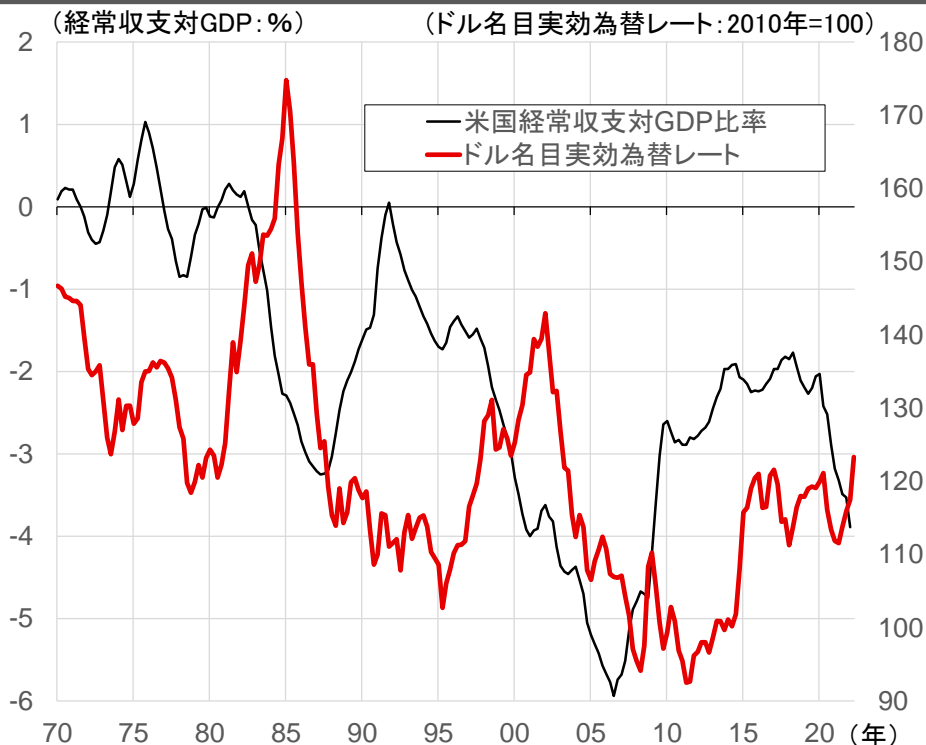
(注)世界全体の日本円の取引額は、調整方法の違いから、右上図とは一致せず。

(資料)BISより国際通貨研究所作成

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(5)他国の事例

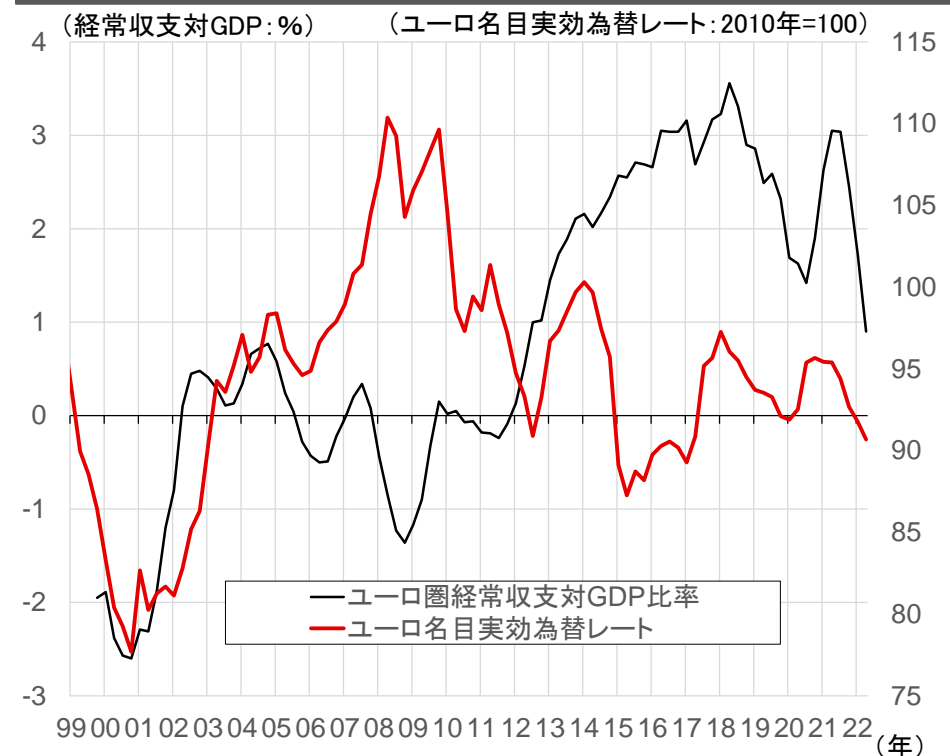
- 米国の経常収支対GDP比率とドルの名目実効為替レートの推移をみると、両者の数年程度のサイクルの間に高い連動性はみられない(左図)。日本の経常収支と円の間にもみられたような、経常赤字が拡大している時にドルが上昇するように逆相関となっている時期も散見される。2020年以降も米国の経常赤字が拡大している中でドルは上昇している。これは数年単位のサイクル的なドルの変動には、資本フローやオフバランス取引など経常収支にかかる需給以外の要因が、大きく影響している可能性を示唆している。
- ユーロ圏の経常収支対GDP比率とユーロの名目実効為替レートの推移をみても、両者は連動している時期もあるが、逆相関となっている時期もある。例えば、2010年代は欧州債務危機により同年代半ばにかけてユーロは下落したが、この間ユーロ圏の経常収支は内需の低迷などにより黒字幅が拡大しており、ユーロはこうした経常収支による需給では捉えられていない需給により変動していたとみられる。

米国の経常収支対GDP比率とドルの名目実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 名目実効為替レートはBIS公表のナローベース。

ユーロ圏の経常収支対GDP比率とユーロの名目実効為替レート

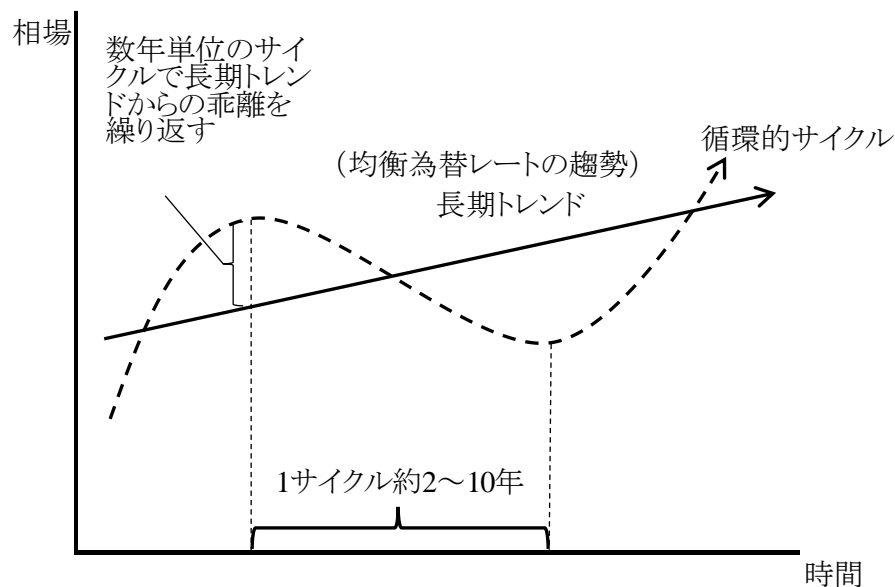


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 名目実効為替レートはBIS公表のナローベース。

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(6)為替レートの理論的な変動構造

- 一般に為替レートの推移をみると、長期的には一定のトレンドがみられると同時に、そのトレンドを中心に約2～10年単位でサイクルを形成している(左図)。このサイクルの中心に位置しているトレンドは、長期的に為替レートが回帰している軌道であり、均衡為替レートの趨勢を表していると考えられる。均衡為替レートとは、大まかには各国の構造的な経済ファンダメンタルズに見合った為替相場水準である。既述の通り、国際収支でカバーされるデータから数年単位の為替レートのサイクルを説明することは容易でない。一方、理論的に国際収支の構造的変化は、均衡為替レートの趨勢に影響を与える可能性がある。
- 均衡為替レートの考え方の1つであるマクロ経済バランス・アプローチでは、物価安定とも整合的な国内完全雇用・国内均衡を達成した状態でも残る、構造的な貯蓄・投資バランス(=経常収支水準)と整合的な実質為替レートを均衡為替レートとしている。こうしたマクロ経済バランス・アプローチの考え方を確認するために、シンプルな対外貿易・資本取引も考慮したIS・LM分析モデルを考える(右図)。シフトパラメータ(α)は外生変数で、輸出産業の対外競争力の変化などにより変動する。

為替レートの変動の2階層



対外取引を勘案したIS-LM分析モデル

$$S(Y) = I(r) + G + CA(P^*e/P, Y, Y^*, \alpha) \quad \text{生産物市場の均衡式 (1)}$$

$$MP = L(Y, r) \quad \text{貨幣市場の均衡式 (2)}$$

$$r = r^* + (\bar{e} - e) / e \quad \text{金利平価式 (3)}$$

$$CA(P^*e/P, Y, Y^*, \alpha) = 0 \quad \text{経常収支均衡条件 (4)}$$

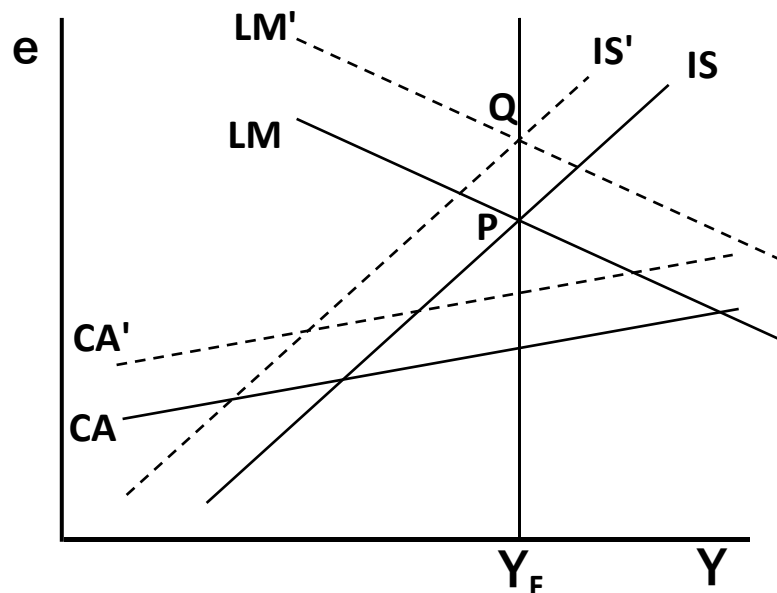
Y: 国内産出量、r: 国内金利、e: 自国通貨建て名目為替レート、 \bar{e} : 自国通貨建て名目為替レート予想値
 Y^* : 海外産出量、S(Y): 貯蓄関数、I(r): 投資関数、G: 政府支出、CA(e, Y, Y^*): 経常収支関数
M: マネーサプライ、L(Y, r): 貨幣需要関数、 α : シフトパラメータ、 Y_F : 国内完全雇用産出量
P: 国内物価水準、 P^* : 海外物価、 P^*e/P : 実質為替レート、 r^* : 海外金利

(注) 内生変数は、Y、r、eで、eの値の上昇は、自国通貨の減価を表す。

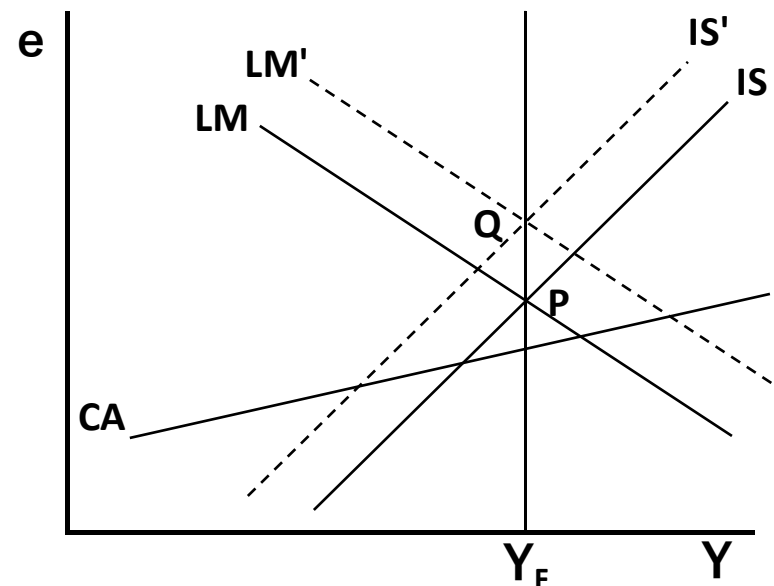
2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(7)均衡為替レートの変動要因

- 下図のIS曲線は、P13の(1)、(3)式から導出される生産物市場の均衡と為替市場における金利平価成立を実現する Y と e の組み合わせ、LM曲線は(2)、(3)式から導出される貨幣市場と金利平価の成立を実現する Y と e の組み合わせを表す。CA曲線は(4)式を表したもので、経常収支均衡を実現する Y と e の組み合わせを示している。CA曲線の上側は経常黒字を意味する。
- 現状経済はIS、LM曲線の交点Pにあり、 Y_F 上にあるため国内均衡を達成しており、この時の e は均衡為替レートを示していると考えることができる。左図では構造的な輸出競争力の低下によりシフトパラメーター α が変動し、CA曲線がCA'曲線にシフト。IS曲線もCAを含んでいるため、IS'曲線へシフトする。国内均衡を回復するために金融緩和を行い(Mの増加)LM曲線がLM'曲線へシフトすると、経済は交点Qへ移動、均衡為替レートは減価する。右図は構造的に資本流出圧力が増加するケースで、(3)式の予想為替レート \bar{e} の値の構造的上昇(自国通貨減価予想)に読み替えることができる。IS曲線、LM曲線がIS'曲線、LM'曲線へシフトし(Y_F 回復のための当局の政策調整を含む)、経済は交点Qへ移動、均衡為替レートは減価する。

輸出競争力の低下の均衡為替レートへの影響



資本流出圧力増加の均衡為替レートへの影響

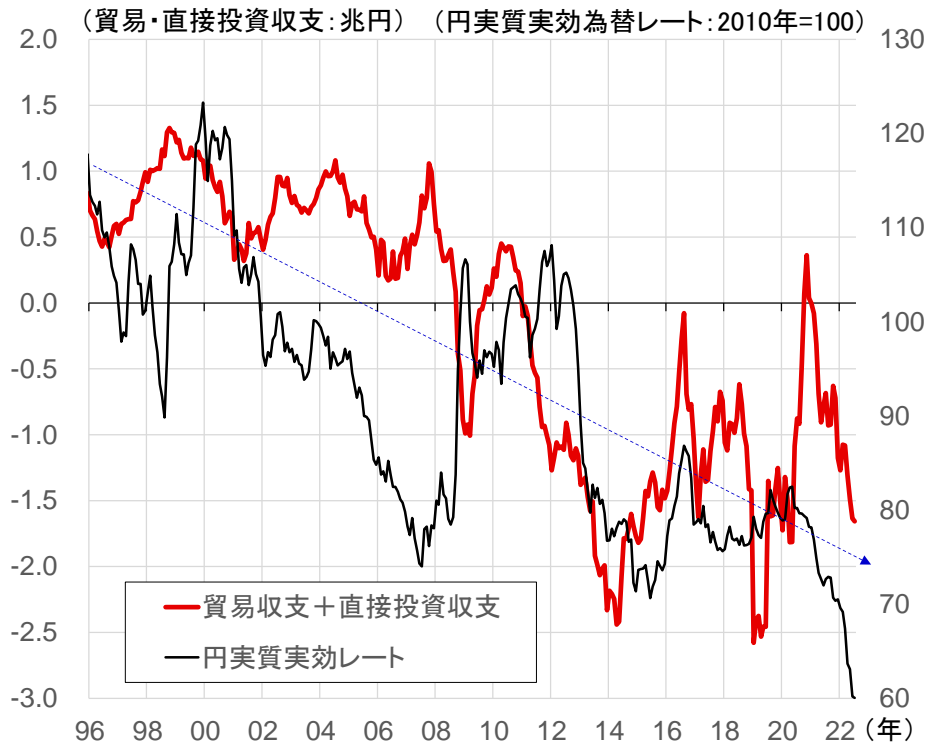


2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(8) 国際収支の構造変化と為替レート



- P13、14の理論モデルによる定性的な考察の通り、構造的な輸出競争力の低下などにより貿易・経常収支が構造的に減少する場合、マクロ的有効需要を回復させるために、均衡為替レートは減価方向へシフトする可能性がある。また、ネット資本流出圧力の追加的増大も、将来の為替差益を確保して海外投資家からみた収益率を底上げし、資本流入を促してバランスを保つために、均衡為替レートは減価方向へシフトし得る。
- この点、日本の貿易黒字の趨勢的な減少、直接投資など一部の資本流出傾向は、直接それらの需給によるというよりも、上でみたような長期的なマクロ経済バランス調整の観点から、円の均衡為替レートの減価や、円の実質実効ベースでの趨勢的な低下の一因になっている可能性は排除できないだろう(左図)。米国のケースでも、ドルの実質実効為替レートの趨勢的なトレンドは経常収支の趨勢と相関があるように見える(右図)。また、2010年代後半以降のように経常赤字の縮小が足踏みとなっても、例えば経済成長への期待による構造的な資本流入圧力は、ドルの均衡為替レートの一定の支援材料となり得よう。

日本の貿易収支と直接投資収支の合計と円の実質実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 実質実効為替レートはBIS公表のナローベース。

米国の経常収支対GDP比率とドルの実質実効為替レート

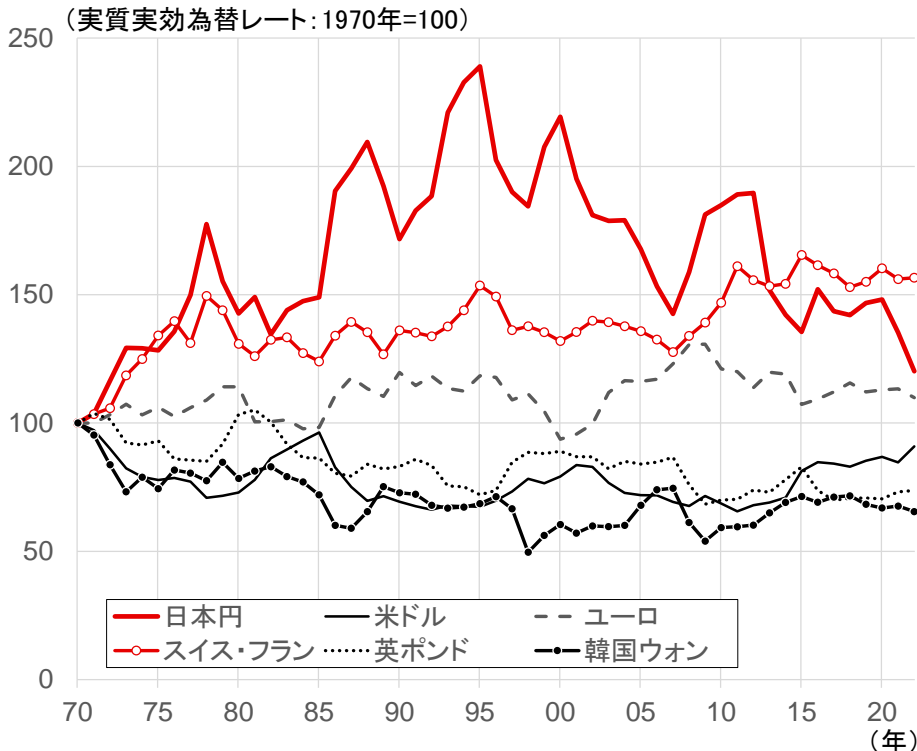


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 実質実効為替レートはBIS公表のナローベース。

2. 国際収支の構造変化とドル円相場～(9)円の実質実効為替レート推移の大局観

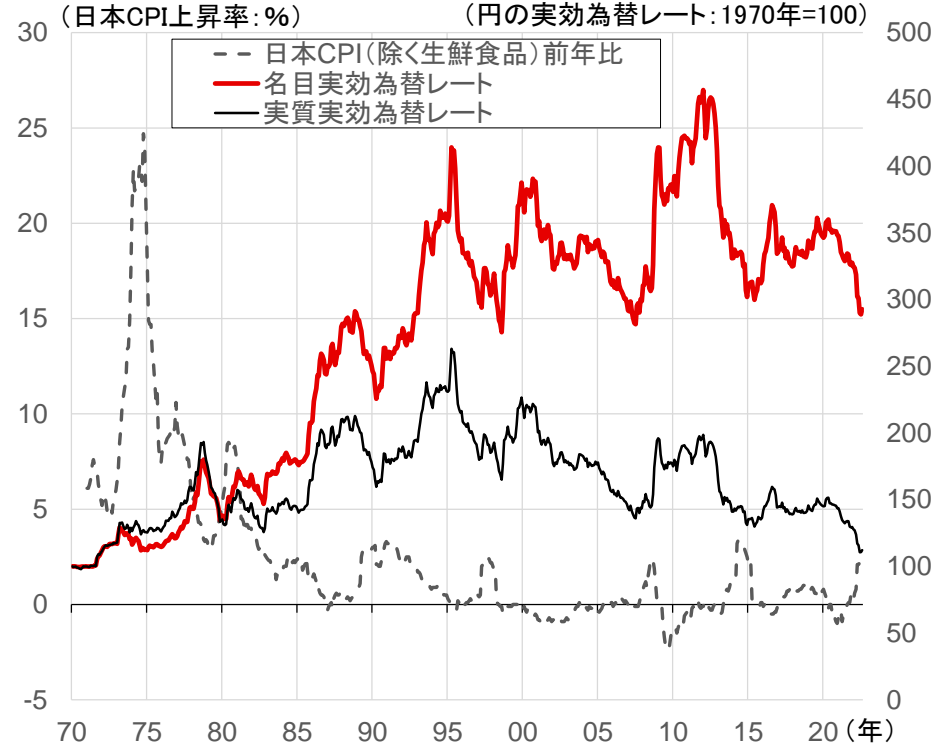
- 円の実質実効為替レートを1970年以降でみると、1990年代半ば以降の後半25年間は、他の主要国の通貨の中では異例の趨勢的な下落傾向にあった一方、前半の1970年から1990年代半ばまでの25年間は、逆に異例の趨勢的な上昇傾向にあった(左図)。1990年代半ば以降の趨勢的な下落は、それまでの過度な上昇の調整局面であったようにもみえる。
- 1990年代半ばまでの円の実質実効為替レートの過大な上昇が一因となり、企業の海外流出増加などによる貿易黒字減少や対外直接投資増加などによる資本流出圧力の漸増傾向をもたらした結果、円の均衡為替レートが趨勢的に低下。それまでの上昇の反動・調整も相俟って、1990年代半ば以降の円の実質実効為替レートの趨勢的な低下につながって行った可能性もあり得よう。
- 但し、こうした円の実質実効為替レートの趨勢的な下落は、名目実効為替レートの下落ではなく、日本の相対的なディスインフレ傾向により実現されて来た(右図)。

米国の経常収支対GDP比率とドルの名目実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 実質実効為替レートはBIS公表のナローベース。

ユーロ圏の経常収支対GDP比率とユーロの名目実効為替レート



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成 (注) 実効為替レートはBIS公表のナローベース。

- 最近のドル円相場の大幅な上昇は、ドルの独歩高によるところも大きいですが、本稿では、1990年代半ば以降の日本の国際収支の構造的な変化を確認すると共に、それが円相場に与えて来た影響について検証・考察した。
- 1996年以降、日本の国際収支では、経常収支が年間10兆円から20兆円程度の黒字で比較的安定して推移し続けているが、その内訳は構造的に変化して来た。すなわち、かつて経常黒字の大部分を占めていた貿易黒字が2000年代後半頃から減少傾向となった一方、これを埋め合わせる形で増加して来た第一次所得収支の黒字が、2010年代以降の経常黒字の大部分を占めるようになってきている。国内製造拠点のアジア地域などへの流出と部品の現地調達の進展から、輸出が伸び悩んだことや、世界的な資源価格の上昇や、原子力発電所の相次ぐ停止に伴う化石燃料輸入額の構造的な増加などが背景にある。こうした流れに沿う形で、増加して来た第一次所得収支も、その半分以上を直接投資収益が占めるようになってきている。
- 金融収支においては、対外直接投資の増加を主因に直接投資収支におけるネット資本流出額が増加傾向で推移して来た。株式・投資ファンド持分投資でも、対内投資の減少と対外投資の増加によるネット資本流出の増加傾向がみられる。
- 為替レートは、均衡為替レートの趨勢と考えられる長期的なトレンドを中心にして、景気や金融政策のサイクルなどに対応した数年単位のサイクルを形成して変動していると理論的に整理することかできる。このうち、貿易・経常収支や、国際収支に基づくより総合的な円の需給(経常収支+直接投資収支+証券投資収支)と、円の名目実効為替レートの数年単位のサイクルの連動性はあまり高くない。国際収支統計上の取引が全て外為市場の円の需給に直結している訳ではないことに加え、そもそも為替市場の取引規模はオフバランス取引なども含めると、国際収支統計に計上される取引をはるかに上回るためと考えられる。
- 一方、シンプルな理論モデルによる定性的な議論に基づく、輸出競争力低下などによる貿易・経常黒字の減少圧力や、企業の海外進出増加やリスクマネーの対内流入減少などによるネット資本流出圧力は、構造的な均衡為替レートの低下要因となり得る。実際、日本における2000年代後半以降を中心とした貿易黒字の減少傾向や、直接投資収支のネット資本流出額の増加傾向は、同時期の円の実質実効為替レートの趨勢的な低下と一定の連動性があるようにもみえる。
- 米国についても、1970年代から2000年代までの趨勢的な経常赤字対GDP比率の拡大とドルの実質実効為替レートの低下、2010年代以降の同比率の縮小とドルの実質実効為替レートの反転上昇という形で緩やかな連動性があるようにもみえる。足元米国の経常赤字縮小傾向は一服しているが、2010年代以降次第にみられて来た米国経済独り勝ちの状況を背景に、米国への構造的な資本流入圧力が増大すれば、こうした中でも、ドルの均衡為替レートを下支えする可能性があるだろう。
- 1970年以降のより長い視点で見ると、円の実質実効為替レートは、1990年代半ば以降の後半25年間は、他の主要国の通貨の中では異例の趨勢的な下落傾向にあった一方、前半の1970年から1990年代半ばまでの25年間は、逆に異例の趨勢的な上昇傾向にあった。1990年代半ばまでの円の実質実効為替レートの過大な上昇が一因となり、国内製造業拠点の海外への流出増加による貿易黒字の減少や、対外直接投資の増加などによる資本流出圧力の漸増傾向をもたらした結果、円の均衡為替レートが趨勢的に低下。1990年代半ば以降の円の実質実効為替レートは、それまでの上昇の反動・調整も相俟って、趨勢的な低下に転じて行ったというシナリオも1つの可能性として考えられよう。

- クルーグマン、ポール オブストフェルド、モーリス(2001)吉田和男(監訳)「国際経済学」 エコノミスト社
- 棚瀬順哉(2019)「国際収支の基礎・理論・諸問題～政策へのインプリケーションおよび為替レートとの関係」 財経詳報社
- 日本銀行(2022)「2021年の国際収支統計および本邦対外資産負債残高」
(https://www.boj.or.jp/statistics/br/bop_06/exdata/data/bop2021a.pdf)
- 日本銀行国際局(2022)「国際収支関連統計 項目別の計上方法」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exbpsm6.pdf>)
- 日本銀行・国際収支統計研究会(2000)「入門 国際収支」 東洋経済新報社
- 橋本将司(2017)「主要・新興国通貨の均衡為替レート水準について」 三菱東京UFJ銀行 経済調査室 経済レビューNo.2017-2(https://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review_20170808.pdf)
- 橋本将司(2021)「ドルサイクルと米国の双子の赤字～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証(その4)～」 国際通貨研究所 国際経済金融論考 ir2021.04(<https://www.iima.or.jp/docs/report/2021/ir2021.04.pdf>)
- 橋本将司(2021)「円の実質実効為替レートの歴史的低下の意味～購買力平価による水準評価から考える円相場の現在地～」 国際通貨研究所 国際金融トピックス if2021.22(<https://www.iima.or.jp/docs/international/2021/if2021.22.pdf>)

- IMF(2013)“The External Balance Assessment (EBA) Methodology” IMF Working Paper WP/13/272
(<https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2013/wp13272.ashx>)
- IMF(2019)“The External Balance Assessment (EBA) Methodology : 2018 Update” IMF Working Paper WP/19/65
(<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2019/WPIEA2019065.ashx>)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋本2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>