

## 二〇二三年主要通貨為替見通し

### 「強い円」はどこへ行ったのか

唐 鎌 大 輔

ただいま紹介にあずかりましたみずほ銀行の唐鎌でございます。本日は、お忙しい中お集まりいただきまして、ありがとうございます。

厚い資料を用意していますが、全部を説明することはできないと思いますので、今日は、皆様の関心が高いであろう円を中心にお話しさせていただきます。

## 一、為替市場に対する基本認識

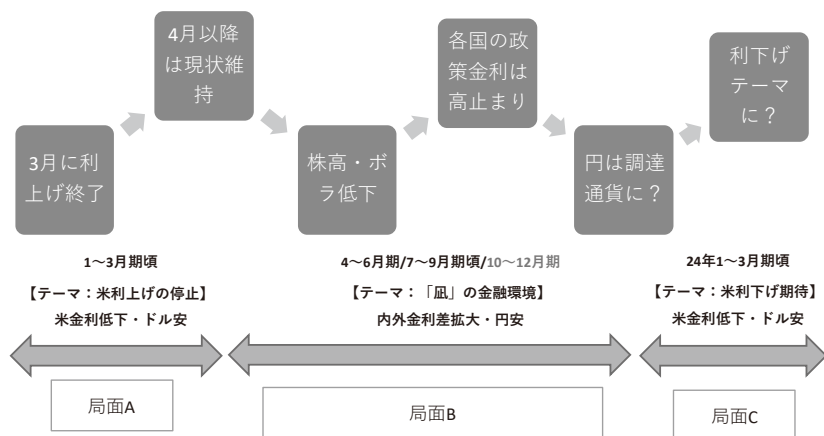
これは、二〇二三年はこういう年になるのでは

ないかという私の頭の中のイメージをわかりやすく絵にしたものです（図表1）。これからこの絵に沿ってお話しますが、まず最初に申し上げておきたいのは、年初こそ円高になるものの、今年は基本的には円安だということです。我々は去年からずっとそう言ってきました。

しかし、ほとんどの金融機関は円高見通しです。毎年、ある雑誌が行っている特集でも、一二月末時点で主要金融機関のアナリストは、皆さん基本的に今年は円高になると予想していました。私の予想も掲載されていますが、私が今年につい

図表 1

# 2023年のドル/円相場のパスはどうか？



（資料） 筆者作成

で考えていることをラフに申し上げておくと、一  
一 三月期は円高になる場面があると思います。な  
ぜなら一 一 三月期は、アメリカの利上げ幅が五〇  
ベースポイント（bp）から二五bpになる、  
もしくは二五bpが停止する、要は、アメリカの  
利上げペースの減速と停止が一つの取引テーマに  
なるでしょうから、そういうときには米金利低下  
とドル安、その結果として円高になりやすいから  
です。

一 一 三月期は円高になるというのが金融市場で  
はコンセンサスだと思いますが、四 一 六月期以降  
も引き続き円高になると思っている人が多い背景  
に、昨年末、あるいは今年年初の段階では、アメ  
リカが早期利下げに踏み切ると思っている人が多  
かったことがあります。今年一月時点の金利の織  
り込み状況では、夏ぐらいには利下げがあっても  
おかしくないという見方もあったほどです。言い

方をかえると、利上げが終わったらすぐに利下げの議論が始まるのではないか、これが主要な金融機関のアナリストの意見だったわけです。

しかし私は、全然そうは思いません。FOMCは三月、五月、六月、七月と開催されますが、年末時点でCPIが七〜八%ある中で、少なくとも三月や五月の段階で安定的に二%に収束したと言えるような姿になるわけがないからです。その状況でどうやって利下げの議論が始まるのか。パウエル議長も「そんなことはあり得ない」とずっと言ってきたのに、マーケットが利下げの可能性ありと言いながら、年末年始は米金利が低下し、ドルが売られ円高になった。つまり、マーケットの勇み足をそのまま織り込んだアナリストが多かったということだと私は思っています。

四―六月期以降、何が起きるのかということについては後ほどお話しますが、これが年末年始

時点でのマーケットの予想であり、私たちはそう思っていないということを御紹介しておきたいと思います。

ここから本論の二〇二三年の見通しに入っていくに当たって、去年はどんな年だったのか、まず見ておきたいと思います。

歴史的な円安の年であったことは御案内のとおりですが、どれぐらい円安だったのかというと、高値と安値の値幅は三八円四七銭でした。これは、一九八五年のプラザ合意以降では三番目の大きさです。過去、ドル／円相場が大きく動いたのはほぼ例外なく円高の年で、一九八五年以降、円安の年にこれほどの値幅が出たことはありません。つまり去年は、円安の年に限れば、史上最大の円安が実現した年だったと言っても過言ではなく、そういう意味では日本の歴史に残る年だったと私は思っています。

円高を予想する人が多いのは、アメリカの利下げを間違って期待したアナリストが多かったからですが、もう一つ、去年これだけ円安に振れたのだから今年は反発するだろうと、自律反発を期待する向きが織り込まれているからだと思います。これは私も間違いいではないと思っています。変動為替相場ですから、売られ過ぎたものは買い戻されるし、買われ過ぎたものは売られるというのは合理的な見方だと思います。

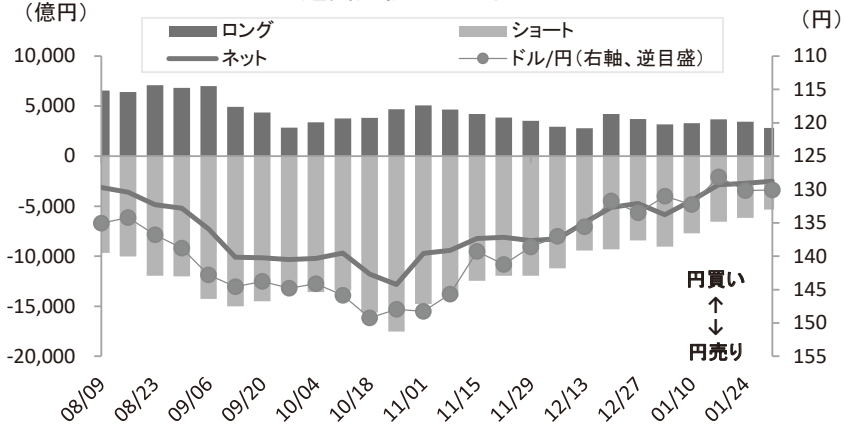
ただ、それは二〇二三年に入る前にもう終わったのではないかというのが私の意見です。G7の名目実効為替相場、要はその通貨の力をあらわすものですが、去年の頭を一〇〇としたものを見ると、円相場は一〇月いっぱいまでに底をつけて、一月、一二月で戻しています。では、どれくらい戻したのか。ドル／円相場の水準で言うところ、去年年初に一一三円で始まったものが、一〇月下旬

に一五二円まで暴落し、一三二円で越年した。つまり、一月、一二月だけで半値戻しているわけですから、自律反発はおおむね完了していると言ってもいいのではないか。二〇二三年の予測を通年で考えるときに、少なくとも、去年売られたのだから今年は買い戻されるはずだというモメンタムを期待するのはやめたほうがいいのではないか。これが私の基本認識です。

皆様は金融マーケットに明るい方々が多いと思いますが、去年の円安の原因について、この一年間、どのような解説を見聞きしてこられたでしょうか。「日米金利差が拡大するから、円売り・ドル買いが加速し、歴史的な円安が実現した」「インフレ高進でアメリカが複数回利上げをし、日米金利差が拡大するから、投資妙味のあるドルが買われ、その裏側で円が安くなった」など、いずれにしても金利面からの解説を一番耳にしてきたの

図表2

## IMM通貨先物取引の状況(円)



(資料) Bloomberg

ではないかと思えます。

それも間違いではないと思います。ただ、金利を理由として為替を売買するのは、大体インベスタタイプのお客さんです。日経新聞によく出てくる言葉を使うと「投機筋」ですが、投機筋の動向として注目されるIMM通貨先物取引の状況を示したのがこのグラフです(図表2)。「ロング」は投機の円買い、「ショート」は投機の円売り、それを差し引きしたのが「ネット」で、ネットがゼロより下にあるときは、当然、円を売りたい人のほうが多いことを意味します。円のネットポジションが最もショート(売り)に傾いていたのが一〇月下旬ごろで、一一月以降ジワジワ戻し、今月初めぐらいにはほぼスクエアに戻っている状態です。このグラフから二つのことが言えます。

一一月以降の円高を見て、多くのアナリストが「二〇二三年は円高だ」と言っているわけです

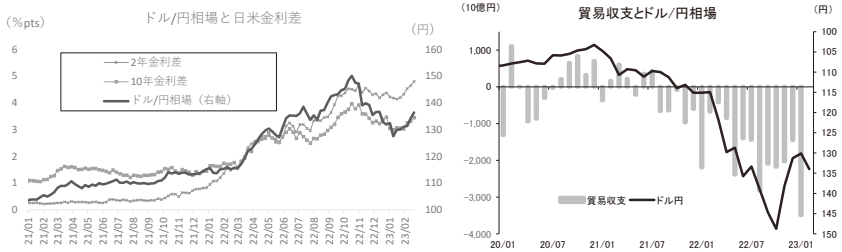
が、御覧のとおりロングは増えていません。円のネットポジションがスクエアに向かってきた最大の理由は、ショートの減少です。アメリカの利上げ幅が七五から五〇になるとか、五〇が二五になるかもしれないというパウエル議長へのハト派観測をもってショートの巻き戻しが起き、円高になっただけであって、別に日本円が評価されているわけではありません。日本発でない円高に持続性があるのか、これが一点目です。

さらに大事なものは二点目です。金利差に反応しやすい投機のポジションがスクエアに戻ったところで、ドル／円相場は一五〇円以上から一三〇円近辺までしか戻りませんでした。しかし、去年のドル／円相場は一一〇円付近から始まっています。そうになると、あと二〇円円高にならなければいけない部分は、金利では説明できないのではないかというのが私の意見で、今年円高になると予

想するのであれば、それは何なのか明らかにしなければいけない論点だと思います。ドル／円相場の見通しを語るアナリストの多くは、日米金利差とドル／円のチャートを見せて予想を披露することが多いですが、私はそれだけではおかしいと思っています。

結局、二〇二二年の円安とは何だったのか。私は、「ドル全面高」と「円全面安」が併発した結果だと言うようにしています。今まで申し上げてきたとおり、世の中では円安について、図表を使いながら、「日米金利差の拡大とドル／円相場の上昇はほぼ一緒で、その後の円高もそれで説明できる」と解説されることが多いです（図表3）。しかし、金利差に反応するポジションがほぼ清算されても一二七円までしか戻りませんでした。つまり、一二七円より下に行くには、金利差以外にもう一つ解消しなければいけないことがあるとい

図表3



(資料) macrobond

(資料) Bloomberg

うことです。そのためには、金利だけでなく需給も考える必要があります。もちろん政治や物価についても考えなければいけないのですが、基本的には金利と需給が二大変動要因としてあるわけです。その需給を見たのが、右の貿易収支とドル／円のチャートです。

去年は、世界的にはドル高の年でした。一二月の頭ぐらいいまで名目実効ベースでドルが急騰し、ほかの通貨はみんな一〇〇を割り込んでいます。ドル高の余波ではかの通貨が売られた、つまり、アメリカの金利が高くて対米金利差が広がったからほか通貨が売られたというのは事実です。しかし、円以外の通貨の下落幅はほぼ同程度です。ユーロ、ポンド、カナダドルといった自国通貨がドル高の裏返しで売られたというのは説明がつくと思いますが、円だけが二段、三段、さらに売り込まれています。もし去年の円安がドル高だけで

説明できるのであれば、ほかの通貨と同じぐらい下落していないとおかしいのではないか。この違和感はおわかりいただけるかと思います。

つまり、日本だけ崩落しているのにはやはり日本だけの理由があるということで、金利だけでなく、貿易収支も見なくていいのかという疑問に戻ってくるわけです。

去年の貿易収支の赤字は、史上最大の二〇兆円でした。過去最大だった二〇一四年の一二・八兆円の一・五倍ですから、これが全く関係ないはずがありません。今、東京外国為替市場は円を売りたい人のほうが多いですが、これは貿易収支を見れば想像がつく話です。逆に、二〇一一年、二〇一二年は円を買いたい人のほうが多かったのは、貿易黒字だったからです。我々はメガバンクのデイトリングルームにいるので、ほかの人よりも需給が見えますが、基本的なこととして、もう少

し貿易収支の多寡を見なければいけないのではないのかというのがこれからお話しすることです。

この先、パウエル議長が急にハト派化してアメリカの利上げ停止が示唆されたら、米金利が低下し、ドルが売られて円が買われるというシーンは、四一六月なのか七一九月なのかわかりませんが、どこかのタイミングでやってくると思います。しかし、アメリカが利上げをやめたからといって、日本の貿易赤字がなくなるわけではありません。世の中には、アメリカが金融引き締め巻き戻しをすれば一二〇円を割り込む、あるいは一一〇円を絶対割り込むと言っていた経営者の方もいらっしゃいましたが、需給環境が大きく変わり、それをなかったことにできるはずがないというぐらい貿易赤字が出ているのに、リーマンショック後の一一〇～一二〇円という水準に戻れると考えるのは、楽観的過ぎるのではないかと私



は思っています。

## 二、円相場見通しのポイント

では、今年の為替マーケットを金利と需給から予想するとしたらどう考えればいいのか、ここで改めて説明したいと思います。

ヨーロッパもアメリカも、あと二―三回利上げする雰囲気があります。日本については、日銀の植田新体制がまだ正式に承認されていませんので、現段階ではマイナス金利が続くという仮定のもとでお話しさせていただきます。

冒頭申し上げたとおり、マーケットは常に極端を織り込むので、利上げが止まったら、次は利下げに向けたムーブメントが始まるという見通しが走りやすいのですが、実際には何も起きません。利上げをやめた後に起きるのは、様子見です。政

策金利の引き上げをやめた後も、二％に収束するまでは政策金利を高止まりさせておく、こういう趣旨の記述はFOMCの議事要旨にずっと書いてありますし、パウエル議長もそう言っています。

冷静に考えれば、当たり前のお話です。金融政策は、その効果があらわれるまでに半年から一年かかると言われています。利上げが始まったのはちょうど一年前の三月で、大幅利上げが始まったのは六月の七五bPからです。つまり今年は、これまでやってきた引き締め効果があらわれるかどうかを見極めるフェーズだと思っています。

そう考えると、私はずっと五月に利上げ停止だと思っていたのですが、六月に食い込みそうな感じが出てきています。したがって、見通し全体の水準は二―三円円安にしなければいけないと思いつつも、全く逆サイドを予想してきた人たちに比べれば、修正は大したものではなさそうだと思います。

ています。

いずれにせよ、五月に利上げが停止すると仮定した場合、FRBは四―六月、七―九月、一〇―十二月と年内は様子見で、現状維持だと思えます。そうなったら、株が上がってボラティリティは落ちますが、政策金利は高止まりなので、対米金利差は大きいままです。日本から見ると、金利差は十分残ったまま、ボラティリティは下がるということです。

そのとき為替のマーケットでは、恐らくキャリー取引が起きると思います。キャリー取引とは、非常に単純に言うと、低金利通貨を売って高金利通貨を持つことでその金利差分を儲けるというものです。キャリー取引上の低金利通貨のことを調達通貨と呼びますが、調達通貨に選ばれるには、次の二点を満たさなければいけないと思います。まずは流動性があること。そして、調達通貨

が上がったらキャリー取引なんて全部吹き飛んでしまうわけですから、当分低金利のままでいられることです。そんな通貨は世界を見渡したときに一つしかありません。日本円です。したがって、今年、アメリカの利上げが止まった後、金利面から一番手放されやすいのは日本円だと私は思っています。

これは根拠なく言っているわけではなく、過去にそういうことがありました。二〇〇五―二〇〇七年、日本が円安バブルと言われた時代です。当時は、アメリカが四半期に一回、二五bpずつ上げるなど、ほかの国は非常に緩やかな利上げをする中、日本だけがゼロ金利でした。円キャリー取引という言葉が一番華やかだったころです。日本も、円安バブルというぐらいですから、円安がいいことだとされていた時代です。貿易黒字も莫大にあり、日本の民生家電メーカーも外にたくさん

モノを売っていて、シャープの「亀山モデル」という言葉が流行ったりもしました。

したがって、金利面から今年のドル／円相場について何か言うとしたら、春以降、あのころによく似た市場環境があらわれてくるのではないかと私は考えています。

そうはいっても、二〇〇五―二〇〇七年の円安バブル当時、日本は貿易黒字大国で、二〇〇七年の経常黒字は年間約二五兆円ありました。一兆円しかなかった去年の倍以上ですが、需給は円買いなので、ギャンブル的に円ショートを積み上げていってもいずれ強烈な円高が来ると言われ、実際、二〇〇七―二〇一一年は強烈な円高が来たわけです。

ただ、これから予想されるのは、内外金利差は大きく、ボラティリティは下がって、需給も大赤字。キャリー取引をするのにこんなに適した調達

通貨は世界的にないと私は思います。植田新体制のもとで思ったよりタカ派的なアクションがあるとか、アメリカが突如失速して早期利下げ観測が急浮上するとか、原油価格が急落して貿易収支が急改善するとか、いろいろ言い出したら切りがありませんが、そういうテールリスクを脇に置いたときに、金利面から日本円を応援するのはやはり難しいと思っています。

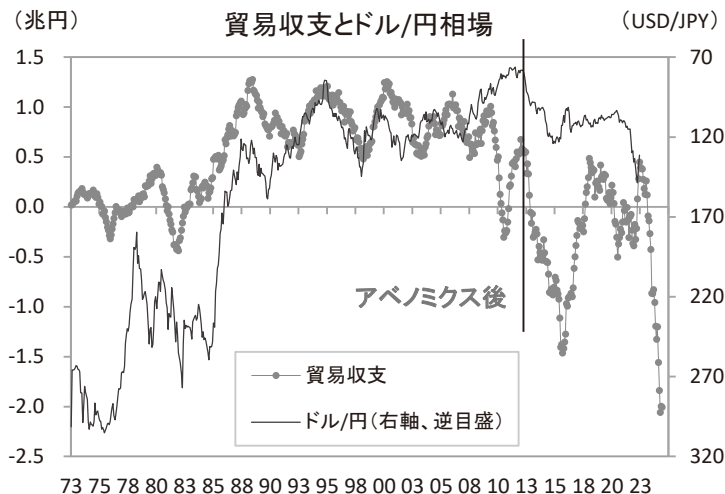
金利の話はこれぐらいにして、ここからは需給についてお話ししたいと思います。

これは貿易収支とドル／円相場のチャートを示したものです（図表4）。先ほどは時間軸の短いものをお見せしましたが、これは変動為替相場制移行後の超長期のチャートです。

為替予約の関係もあるので、当然、貿易収支が出てしばらくしてから為替に効いてくるわけですが、方向感はある程度一緒です。これを見ると、貿易

二〇二三年主要通貨為替見通し～「強い円」はどこへ行ったのか～

図表4



(資料) Bloomberg

(注) 貿易収支は2年先行させて表示、6ヵ月移動平均を使用。

収支がドル／円相場のガイドポストになってきたことがわかりいただけるのではないかと思います。

日本の社会は慢性的に円高に悩んできたイメージをお持ちかもしれませんが、実のところ、過去一〇年、ヒステリックな円高は経験していません。あえて言えば、二〇一六年六月にイギリスでブレグジットを問う国民投票があったあの日だけ、数分間、九九円ちょうどという超円高になったものの、それ以外は基本的にドル／円相場は右下に行っています。これは超長期のグラフなので、ちょっとした起伏も一年ぐらいの時間軸を持つているわけですが、最新の貿易赤字はつるべ落としての悪化しています。これを見て、この先、為替が円高になる感じがするでしょうか。もちろん、為替の世界なので絶対ないとは言いません。ただ、いずれこの引力に連れていかれる感じ

がしませんかということ、このグラフをお見せしています。

この一〇年、円高になっていないと申し上げましたが、では一〇年前には何があったのか。黒田氏が日銀総裁に就任し、第二次安倍政権のもとでアベノミクスという包括的な経済政策が一番クローズアップされたときです。したがって、異次元緩和をやったおかげで円高にならなかったのではないかと思われがちですし、当時それを狂信的に支持していた人、今もそれを信じている人がいます。しかし、もっと基本的なことがあるのではないのでしょうか。年平均でとったこのグラフを見ても明らかなように、一〇年前の二〇一三年とというのは日本が貿易黒字を稼げなくなったときで、そのころから日本は円高にならなくなっているわけです。

これは突拍子もない見立てではなく、普通に起

きることが起こっただけだと思います。それより前は貿易黒字がたくさんあって慢性的に円高になっていたわけですから、円高にならなくなったのは貿易黒字がなくなったからというのは、別におかしな見方ではないと思います。

ちなみに、去年の貿易赤字は二〇兆円でしたが、日本の歴史上、一〇兆円を超える貿易赤字は、二〇一三年、二〇一四年、去年の三回しかありません。二〇一三年も二〇一四年も年間一〇%以上の円安が進み、当時、それはアベノミクス（金融政策）のおかげだと言われていました。しかし私は、やはり需給関係が大きかったのではないかと思います。

では、これを今年の見通しにどう生かしていくのか。

今年の日本の貿易収支は、去年よりマシだろうと思います。去年、一バレル＝一二〇ドル近くま

でいった原油価格は、今、八〇ドル前後まで落ちていますし、一五〇円を超える円安も終わっている。輸入金額は去年に比べれば抑制されるはず。ただ、輸入は高止まりするのではないかと思います。例えば、原油価格一バレル〓八〇ドルは正直言って高いです。二〇一七―二〇一九年、コロナが起きる直前の三年間の平均は五五―六〇ドルですから、原油価格だけで一・五倍です。日本の輸入の二五％は燃料ですから、この部分の単価が高止まりしたままだと、収支は恒常的に傷つきやすくなります。しかも、原油以外のものも価格が上がっています。そして円安も、もと一〇〇―一一〇円の水準だったのが、今は一三〇円近傍が常態化しているので、当然その分の輸入は押し上げられます。

アカデミックの世界やアナリストの世界では、「構造的」という言葉を使うと怒り始める人がい

ますが、残念ながら、どう見ても輸入は構造的に切り上がっています。輸出が増えればいいのですが、輸出も減り始めています。高止まりしそうなものの、せっかく輸入がピークアウトした一方で、輸出もピークアウトしてしまっていては、結果として収支の改善は進みません。

輸出の現状は、去年の秋口ぐらいから、少しずつ前年比の伸びが落ちてきています。当時、中国と香港向けが非常に減速したのは、ゼロコロナ政策をやっているから仕方がないと言われていました。しかし、足元では欧米向けも完全に失速しており、世界的な外需環境は非常に悪いです。IMFや世銀の見通しを見ても、今年は欧米を中心にマイルドなりセクションがあり得るのではないかという見方がありますから、普通に考えれば輸出が伸びやすい世界ではありません。

貿易赤字幅は去年よりマシというイメージです

が、貿易赤字が去年の半分になっても一〇兆円で  
す。一〇兆円を超えた年は過去三回しかなく、全  
て円安が進んできたとし上げました。既に出て  
いる一月分の貿易収支は三・五兆円と過去最大  
で、滑り出しが悪いです。ここからロシアとウク  
ライナの情勢が好転して原油価格が大幅に下され  
ばいいですが、そういうことがないとすると、基  
本的には、日本の貿易赤字が減ったから需給環境  
が改善して円高に寄与するというのは根拠があり  
ません。

むしろ、これから世界は中国・ロシア抜きで  
やっていかなければいけないとなると、非効率的  
で、いろいろなことにお金がかかるでしょうし、  
脱炭素をやっていく以上は、化石燃料の供給能力  
も今までよりも削減された状態が続くだろうと思  
います。つまり、日本は今、外から買うモノに対  
してお金を払わなければいけない世界が来てお

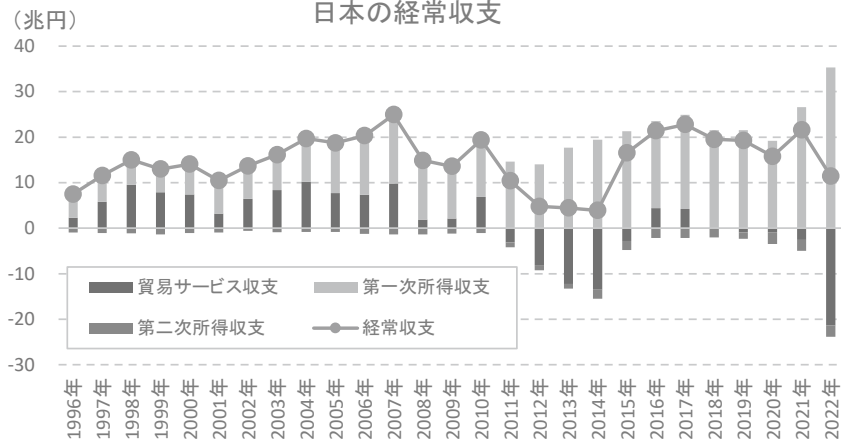
り、それは全て円安を示唆する話だと思っていま  
す。

需給と言って貿易収支の話しかしないのは不十  
分なので、経常収支についてもお話ししたいと思  
います。

昨日、一月の経常収支は大赤字というニュース  
が話題になりましたが、去年の日本の経常収支は  
一一兆円の黒字でした。去年あれだけのことが  
あったのに、一一兆円も黒字だったのは大したもの  
のだという想像を働かせやすいのですが、このグ  
ラフを見てもわかるとおり、貿易サービス収支の  
大赤字を三五兆円という第一次所得収支の凄まじ  
い黒字で埋めたという状況です（図表5）。

そんな中、意外に多くいただいたのが、「一一  
兆円も経常黒字を稼いでいるのに、あんなに円安  
になったんですか。この経常黒字がなかったら、  
もっと円安になったということですか」という質

図表5  
日本の経常収支



問です。正確な回答はできないのですが、根本的に言っておかなければいけないのは、円の強弱を考える上では黒字ではないということです。これを見ると、外貨の入りのほうが多い国に見えますが、第一次所得収支黒字というのは、これまで投資した資産からの上がりの部分、要は、米国債の利子、米国株の配当金、海外現法からの配当金などです。しかも、外貨の評価益なので、円安になれば円建てでは膨らみます。

さらに、残念ながら所得収支黒字は、外貨の収入が外国銀行の口座に入金された段階で黒字として記帳され、それが日本円に戻ってきたかどうかは別の問題です。そこまで見ていないわけです。今日お集まりの皆様は金融マーケットや金融機関の方が多くと思いますので、よくおわかりと思いますが、米国債など外国有価証券から生じた利子や配当金を円に一々戻す人の割合は多くありませ



ん。第一次所得収支黒字のかなりの部分が利子や配当金といった証券投資収益ですから、外貨のまゝ入ってきて、外貨のまま再投資されているはず。そこに為替の需給はないのです。また、この問題意識のもとにいろんな海外現法の方とお話しすると、海外法人にある利益も、使う当てはないが海外から戻すことはしないという会社が多いです。結局、何割が戻ってきて、何割が戻ってこないのかという統計がないので何とも言えませんが、第一次所得収支黒字のかなりの部分は恐らく外貨のままです。

したがって、三五兆円が第一次所得収支黒字で、二〇兆円強が貿易サービス収支赤字だとすると、例えば第一次所得収支黒字の半分が円に戻ってくるという想定でも足りません。需給としては、日本は外貨の払いのほうが大きい国になっているので、経常黒字だけを見て安心しないほうが

いいというのが一つの学びであり、これは去年の経常収支が教えてくれたことです。

一方の貿易サービス収支ですが、これは貿易収支とサービス収支から成ります。貿易サービス収支赤字のほとんどは貿易赤字によるものですが、サービス収支の赤字も年々膨らんできています。

サービス収支は、主に三つの項目があります。輸送収支、旅行収支、その他サービス収支です。皆様がメディアで最も目にするのは旅行収支、すなわちインバウンドです。二〇一九年のピーク時には年間三二〇〇万人の外国人旅行者がやってきて、二・七兆円の黒字でした。日本のサービス収支は伝統的に赤字なのですが、旅行収支の黒字がたぐさん入ってきたことで、安倍政権後期の二〇一七～二〇一九年は四半期で見ると断続的に黒字になり、ほぼトントンまで持っていけています。

その後、コロナで旅行収支が消滅し、去年もあ

まり復活しないまま今に至るわけですが、いまだにワクチンの接種回数を数えたり、七十二時間以内に実施したPCR検査の陰性証明書を求めている先進国は日本ぐらいです。それを五月八日までやめないのだとすると、一つ問題があります。インバウンドは四～七月に一番来ます。五月八日まで水際対策を続けるということは、四月一カ月分を捨てるということです。これは、外国人旅行者がまた増えてきているのだから別に問題ないというような話ではありません。接種回数を聞かれたり、陰性証明書を求められたりするのであれば日本は選ばない、そういう人は当然いるわけです。今年に入ってから私は出張で韓国やタイに行きましたが、接種回数を聞かれた国はありません。日本だけがそれをやっていることに危機感を持ってほしいと思います。

日本は今、外貨が取れない国になっていると申

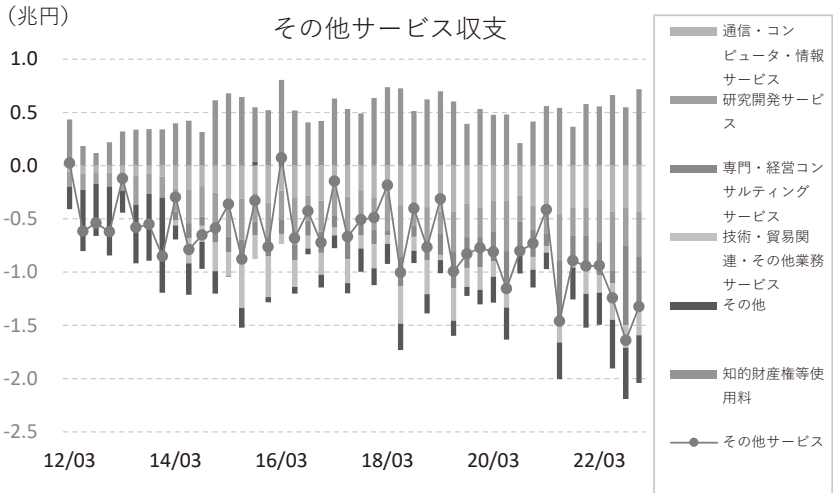
し上げましたが、インバウンドは日本に残された数少ない外貨獲得経路です。にもかかわらず、それをわざわざ自分で打ち切りに行っている状況に憤りを感じるところです。

さすがに五月には終わると信じていたのですが、そうなったとき、仮に安倍政権後期と同水準の旅行収支の黒字に戻ったら、サービス収支は断続的に黒字になり、ほぼトントンまで持っていけるかというところ、そうでもありません。なぜなら、ここ一～二年で、その他サービス収支が爆発的な赤字を生み出してしまっているからです。

では、その他サービス収支とは一体何なのか。名前だけ見るとあまり重要でないように思えるかもしれませんが、その中身を分解したのがこの図です（図表6）。内訳はここまでが限界ですが、これだけ見てもいろんな学びがあります。

過去一〇年をとっていますが、一〇年前にはな

図表6



(資料) 日本銀行

かった赤字が今は結構あります。例えば、通信・コンピュータ・情報サービスは一年で一兆円以上の赤字が出ています。この通信・コンピュータ・情報サービスは、日経新聞が「デジタル赤字」という名前で先日報道していましたが、オンラインゲームの課金料金や、霞が関も使っているAWS（アマゾンウェブサービス）など、アメリカの巨大IT企業のクラウドサービスへの支払いが含まれています。

また、専門・経営コンサルティングサービスも一〇年前にはありませんでしたが、今は赤字が大きくなっています。これには、フェイスブック、インスタグラム、グーグルなどのウェブ広告への支払いが入っているようです。

日本が黒字なのは、アニメのコンテンツ使用料などを含む知的財産権等使用料です。ただ、それだけでは相殺できないぐらい赤字が積み上がって

いて、その他サービス収支の赤字は去年一年だけで五兆円以上ありました。これは外貨の支払いです。

非常に問題だと思うのは、この赤字が減る当てがないことです。例えば、ここから国産のクラウドが世界を席巻するかといったら、多分難しい。その他サービス収支を介した外貨の漏出は、この国の新しい現象として出てきているのではないかと思います。貿易赤字であれば、究極的には原発を動かして鉱物性燃料の輸入数量を減らす努力をしたり、もしくは原油価格が落ちてきたりすれば改善するかもしれません。インバウンドも、水際対策をやめれば今より増えるかもしれませんが、その他サービス収支の赤字はどうやって減るのか。私は、よくて現状維持としか思えません。サービス収支全体として非常に悪化しやすい構造を内包しつつある、これが今の日本の経常収支を

語る上での問題点ではないかと思っています。

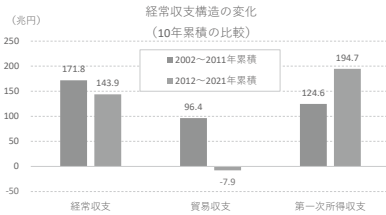
### 三、「強い円」はどこに行ったのか？

話したいことはたくさんあるのですが、今日一番申し上げたいのはこの部分です（図表7）。

左の図は、経常収支構造の変化を示したものです。左が二〇〇二～二〇一一年、右が二〇一二～二〇二一年の累積ということで、この二つの棒グラフで二〇年の変化を見えています。

経常収支は、一七一・八兆円から一四三・九兆円に減ったものの、大きいです。経常収支の中身は貿易収支と所得収支の合計と考えていただいて結構ですが、貿易黒字は消滅しました。では、なぜ黒字を稼ぐことができたのかというと、所得収支の黒字が爆発的に増えたからです。これ自体

図表7



(資料) 財務省

国際収支の発展段階説

|          | 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 | 現在       | 未来?      |
|----------|----------|----------|--------|----------|----------|----------|
|          |          |          |        |          | ⑤成熟した債権国 | ⑥債権取り崩し国 |
| 経常収支     | 赤字       | 赤字       | 黒字     | 大幅黒字     | 黒字       | 赤字       |
| 財・サービス収支 | 赤字       | 黒字       | 大幅黒字   | 黒字       | 赤字       | 赤字       |
| 第一次所得収支  | 赤字       | 赤字       | 赤字     | 黒字       | 赤字       | 赤字       |
| 対外純資産    | 赤字       | 赤字       | 赤字     | 黒字       | 赤字       | 赤字       |
| 金融収支     | 黒字       | 黒字       | 赤字     | 大幅赤字     | 赤字       | 黒字       |

(資料) 筆者作成

は、理論的には起きるだろうと言われていた変化です。

右の表のように、「国際収支の発展段階説」という考え方があります。国際収支の項目の変化から、一国が債務国から債権国になり、債権国から債権取り崩し国になる段階を六段階に分けることができるという説です。モノを売ることに加え、過去の投資の上がりからも外貨を稼ぐのが未成熟な債権国ですから、左の図の二〇〇二～二〇一一年の時代は④未成熟な債権国ということになります。そして、モノは外から買い、過去の投資の上がりの部分から黒字を確保するのが成熟した債権国ですから、二〇一二～二〇二一年の時代は⑤成熟した債権国です。日本は今、④から⑤に移行した段階と言われており、ここまでは異論がありません。

しかし、私の問題意識は、⑤から⑥債権取り崩

し国に移行している可能性を少しずつ考えないと、局面を見誤るのではないかということです。

「構造的な円安」とか「日本の構造が変わった」とか、「構造」という言葉を軽々に使うべきではないのですが、現に昨日発表された一月の経常収支も、財・サービス収支の赤字が大き過ぎて赤字になっていますし、去年も一〇月と一月は赤字です。今申し上げた発展段階は、半年や一年で変わるものではありません。二〇年かけて変わってきたわけです。したがって、為政者の方々にお話するときには、日本は今⑤から⑥の途上にいるかもしれないという思いを持って、エネルギーの調達戦略の多様化や、インバウンドをもう少し大切にするといったことを考えなければいけないのではないのでしょうかという話をしています。

いずれにせよ、日本が今⑤から⑥の間にいるのだとすると、かつてのように円高に混乱し、円高

に怯えるような世の中自体が来ないということですね。なぜなら、成熟した債権国は通貨安に悩んだりしないからです。去年、「悪い円安」という言葉が流行語大賞の一つに選ばれましたが、「悪い円安」というのは、通貨安に悩んでいるということです。歴史的に、通貨安は途上国の悩み、通貨高は先進国の悩みです。そうであれば、通貨安に悩むような国が成熟した債権国と言えるのか。少なくとも去年の日本は、成熟した債権国としての振る舞いではなかったような気がします。

アメリカの利上げが何回あるとか、次の利上げ幅は何bpとか、失業率が何%とか、雇用者が何人増えたといったことが大事でないとは言いませんし、それが為替の見通しに影響してくると思いますが、去年のような四〇円弱の円安を、日々の金融政策や、ほかの国の雇用マーケットの状況だけから説明するのは、私は無理だと思います。そ

うではなく、⑤から⑥の間にいるかもしれないという問題意識に立ち、今までは一〇〇〜一二〇円のレンジで今年は円安だ円高だとやってきたものを、一二〇〜一四〇円になったとか、一二五〜一四五円になったとか、バンドの変更があったというふうになんか語るべきではないか。これが、私がドル／円相場について感じていることです。

#### 四、ユーロ相場の現状と展望

ヨーロッパに関しては、近況を知る機会も少ないと思いますので、ホットな 이슈 だけお話ししたいと思います。

今、ヨーロッパの物価情勢はアメリカよりも深刻だということで、為替のマーケットでは、ECBのほうがFRBよりも長く利上げするのではないかと言われています。ECBとFRBの政策金

利織り込み状況を見ると、FRBが夏前に利上げをやめても、ECBは夏以降も利上げを続けるのではないかという見通しになり始めています。

それ自体が何を意味するのか、米独金利差とユーロ／ドル相場は極めて安定した関係にあります。ドル／円相場と同様に、欧米金利差の縮小・拡大がユーロ相場の下落・上昇にリンクすることはこれまでも起きてきましたし、これからはユーロ買いとして作用してくる可能性があるというのが基本的な見方です。したがって、今年のユーロ相場は、金利面からは買いではないかというのが一点です。

もう一点、ここでも金利と需給の両面から見通しを語りたいと思います。

去年の夏ごろ、ヨーロッパはエネルギー危機で史上最悪の冬になると見られていました。計画停電をしたり、ドイツでは、病院や学校、スーパー

マーケットには電気を配給するけれども工場はシャットダウンするなど、電気を配給制にすることでいわゆる都市封鎖的な効果があるのではないかと言われていましたが、全部やらないで済みました。そのため、今ヨーロッパの経済は想定以上に良好な状況で、だからこそインフレが抑制されていないわけです。

なぜそうなったかという点、ひとえに暖冬のおかげです。ドイツでは、一〇月、十一月になって半袖の人がいるぐらい暖かかったですし、今年一月には史上最高気温を記録しています。その結果、エネルギー需給が逼迫せずに済み、天然ガスの価格も急落しました。もちろん節電の努力も寄与しましたが、とにかく原油やガスの値段が暴騰せずに済んだわけです。

これが為替にどう関係するのかということですが、今回の局面においても、ドイツは貿易赤字に

なりません。これだけのことがあっても需給が緩まずに済んだのはすごいことです。去年五ヶ月分の貿易収支が一瞬赤字になったものの、確報で黒字に戻りました。ギリギリのところで天然ガスの価格も下がり、暖冬に恵まれ、需給が回復しているので、このままいけば世界最大の貿易黒字がまた戻ってくるでしょう。

二〇〇一～二〇〇三年ごろ、ユーロ＝ドルを割っていましたが、そこからユーロ相場が再び勢いづいた背景にはドイツ貿易黒字の急増がありました。私は、今回も似たような絵を描こうとしているのではないかと思っています。ですから、金利で見ても、需給で見ても、ユーロは買いかもしれないという話をしています。

今、ヨーロッパの物価は結構悪いです。エネルギー価格が急速にインフレを押し下げる方向に動き始めてはいるものの、コアベース（エネルギー



ギー、食品、アルコール飲料、タバコを除く）のインフレ率が加速しています。毎月毎月、史上最大の伸び率を更新し続け、このままいくとコアと総合が逆転するのではないかとすら言われています。これは、中央銀行には一番よくない状況です。幾ら総合ベースのインフレ率が減速していても、コアベースの物価が加速している中では利上げをやめるわけにはいかないでしょうから、ここが今、ECBの動きを見る上でかなり大きなポイントになっています。

ユーロ圏消費者物価指数（サービス）はかつてないほどの勢いで伸びています。サービス価格は結局賃金ですから、賃金のインフレに火がついているのではないかとという最悪の展開について、ラガルド総裁は、「そうでないとは言い切れない」という言い方をしています。中央銀行の総裁がそれを明確に否定できないのは、かなり困った状態

です。

実際にヨーロッパの失業者数と失業率は史上最低で、労働市場の逼迫度合いは非常に強いです。その結果、妥結賃金（労働協約上の賃金）もECBの予想よりかなり上振れ、それに従って賃金も上がってきています。しかも、妥結賃金は半年から一年後に効いてくると言われていますので、去年上振れた部分はこれからやってくることで、なります。

もろもろ考えていくと、今年、ECBが利上げをやめられない可能性は結構あるということ、欧米金利差の拡大に伴うユーロ相場の上昇をもとにして、私はユーロの強さを予想したいと思っています。

今後一年の見通しについて、今はこんな絵で見えています（図表8）。ただ、冒頭お話ししたとおり、Q1ないし五月に予想していたFRBの利上

二〇二三年主要通貨為替見通し～「強い円」はどこへ行ったのか～

図表 8

|        | 2023年<br>1～2月(実績)           | 2023年<br>3月           | 4～6月期                 | 7～9月期                 | 10～12月期               | 2024年<br>1～3月期        |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 113.47 ～ 136.52<br>(136.23) | 133 ～ 138<br>(136)    | 130 ～ 139<br>(138)    | 132 ～ 142<br>(140)    | 133 ～ 143<br>(136)    | 130 ～ 138<br>(134)    |
| ユーロ/ドル | 0.9528 ～ 1.1495<br>(1.0575) | 1.04 ～ 1.08<br>(1.07) | 1.07 ～ 1.12<br>(1.09) | 1.07 ～ 1.12<br>(1.10) | 1.09 ～ 1.15<br>(1.12) | 1.09 ～ 1.16<br>(1.14) |
| ユーロ/円  | 124.41 ～ 148.35<br>(143.97) | 141 ～ 148<br>(146)    | 143 ～ 152<br>(150)    | 144 ～ 155<br>(154)    | 144 ～ 154<br>(152)    | 145 ～ 155<br>(153)    |

- (注) 1. 実績の欄は3月1日までで、カッコ内3月1日の午前10時頃。  
2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。  
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

げ停止はもう少し遅くなりそうですので、もともと  
の円安見通しを二～三円程度、右にずらすこと  
を考えています。

ユーロに関しては、今お話ししたように、ファ  
ンダメンタルズを見ていけば、買える通貨と言っ  
てもいいのではないかと思います。年内の一・一  
五タツチ、また、ドル／円相場は円安を見てユー  
ロ高を見ているわけですから、ユーロ／円はダブ  
ルで効いて一五〇円復帰と、そんなにおかしくは  
ないのですが、現段階で見ると、本当にそうなる  
のかという感じのつくりになっているところで  
す。

いろいろお話ししましたが、一番大事なことは、  
日本の国の形が変わりつつあるのではないかと  
いうことです。

御清聴ありがとうございました。(拍手)  
○増井理事 為替について、普通の解説とは少

し違う観点からお話いただきました。

せっかくの機会ですので、御意見、御質問等ございますでしょうか。

○質問者A 私も、唐鎌さんのおっしゃるように、円高に振れるはずはないと思います。実際、三〇年、四〇年前は、金利差なんてほとんど言いませんでした。為替の相場を論ずるに当たって、有名な論者がたくさんいましたが、やはり需給、貿易収支で動くという論が主体でした。

それでは、なぜほかの方は予測を間違うのか。為替というと、もちろん金利差と需給があります。まず出てくるのは、今日お話のなかった購買力平価です。マスコミでも、ビッグマック指数を挙げて「日本円は安過ぎるから是正されなければならぬ」、こういう論ですが、それは基本的に間違っていると私は思います。購買力平価はあるべき理論値かもしれませんが、ぶれる幅は倍くら

いあってもおかしくない。現に購買力平価が一一〇円、一四〇円のとときに日本円は八〇円になっていきますし、逆に、今恐らく購買力平価は一一〇円ぐらいですが、二二〇円になっても別におかしくないと思います。

しかし、世の中の人は、購買力平価が一一〇円であれば一一〇円に収斂すべきだ、するはずだという思い込みから間違った予測をされるのではないかと思うのですが、その辺、いかがでしょうか。

○唐鎌 確かに、円高予想を支持する方の中には、購買力平価をもつて円高だと言う方はいらっしゃいますが、私もそれはあまり正しくないと思っています。

「購買力平価についてどう思いますか」とよく聞かれるのですが、一九七三年以降のチャートを見てもわかるとおり、ドル円相場は購買力平価を上突き破って久しいわけです。プラザ合意が終

わってから、基本的にドル／円相場と購買力平価の関係というのは、上限が企業物価ベースの購買力平価です。しかし、そうではなくなり始めたのが二〇一三年以降です。上限を超えてから、もう二度と戻ってきていません。

結局先ほどの話と一緒で、二〇一三年は貿易黒字がなくなったときです。今は購買力平価から見ても過剰な円安ですが、過剰な円安というのは、円安が輸出の数量を稼ぎ、貿易黒字を積み上げ、それがいずれ円買いとなってあらわれるから、最終的に「あれは過剰な円安だった」となるわけですよ。でも、今はそうはなりません。昔であれば、これほど円安になれば輸出の数量が出て貿易黒字が積み上がるので、最終的には円高に戻ってくる仕組みがありました。今は国内に生産拠点がありません。

ドル／円相場と輸出数量の推移を見ると、二〇

二一～二〇二二年は、これほど円安になったのに輸出数量は減りました。アベノミクスときもそうです。五〇%以上円安になったにもかかわらず、輸出数量は横ばいでした。このように円安が実体経済に効かないという前提があると、購買力平価は戻る筋合いがないというのが私の認識です。したがって、購買力平価とドル円の推移から何を讀むかと言われたら、日本の構造が変わったということを読まなければいけないと思っています。

○質問者B 唐鎌さんがみずほ銀行に入られた当時は、結構な円高論者だったと記憶しています。その後、久しぶりにお話を伺ったら円安ということでした。今日お話しただいたことをちゃんとつなげて理解すれば、どのように変わっていったのか類推できるのですが、いま一度、こういうふうに変ったということを御解説いただけると、

より理解が深まるかと思しますので、よろしくお願います。

○唐鎌 よく言われるのですが、円高論者というのは誤解で、その当時、入手可能な情報を踏まえてどう思うかということでしたら、円高の時代が長かったということです。

では、何が円高予想を支えてきたのかというと、日本の対外純資産が世界最大だからというのが常にあります。私がみずほ銀行に入ったのはリーマンショックの二週間後ですが、私が円高と言っていたのは二〇〇八～二〇一二年ごろだと思います。

その当時、世界最大の対外純資産のほとんどは有価証券でしたが、今は対外純資産の半分が直接投資で、直接投資が増え始めたのが二〇一二年ごろからです。これは何を意味するのか。日本は世界で一番、外貨建ての資産を持っている国なの

で、危なくなったらそれを売って円に戻すことができる。だから、安全資産としての円買いだ、リスクオフの円買いだと言われていたわけです。危なくなったら、持っている海外の有価証券を売って円に戻す、これはあると思います。しかし、危なくなつたからといって、買った海外の会社を売ることはしません。つまり、日本の対外純資産のうち、売られたまま戻ってこない円の割合が半分近くになっている。それは、リスクオフの円買いが発生しにくくなっているということなのだとも認識を改めたのが、この三年ぐらいです。

そして、決定的にもう円高を予想している場合ではないと思ひ始めたのは、この二年です。なぜなら、日本の公衆衛生上の政策がひど過ぎるからです。要はコロナ対策です。今、先進国の中でコロナ前のGDP水準を回復していないのは日本だけです。ほかの国は、二〇二〇年に奈落の底に落

ちたものの、二〇二二年はV字回復し、このときの需要超過がインフレを巻き起こしたので政策金利を上げたわけです。しかし日本は、二〇二〇年に奈落の底に落ちてから、二〇二一年、二〇二二年と厳しい行動規制を続けた結果、二〇二一年に東京オリンピックがあつたにもかかわらず、GDP水準がまだ戻っていません。そういう国は、金利や物価の格差から見て買われる理由がありません。

さらに、円安予想に一気に傾いたのは、去年一月に東京でまん延防止措置が発令されたときです。二〇二二年一月になつてもこんなことをやる国が世界にあるのかということで、金利や物価の格差から日本円は置いていかれるだろうと思いました。そして、ほぼそのとおりになりました。もし二〇二一年にしっかり需要の回復に努めていたら、日本の金利も物価も相応に上がっていたはず

です。まだ入国規制を残していることにもあらわれているように、この国は、外貨が取れなくなったり、通貨が弱くなっていることへの危機感がない。それはもう直る筋合いがないだろう、だとしたら円安を予想しなければいけないだろう、これがこの二年ぐらいで一番力強く思ったことです。

貿易収支とドル／円相場のチャートをお見せしましたが、これは、全てが出そろった上で見ると今こういうことが言える、そういう話なので、結構堅い図表としてこれからも円安の主張を支えるのではないかと思います。逆に、貿易収支が改善していったときは言うことを変えなければいけないかもしれません。

○増井理事長 今日、普通の為替の解説とやや異なる観点から、大変興味深い、示唆に富んだお話を頂戴しました。講師の唐鎌様に盛大な拍手をお願いいたします。(拍手)

（からかま だいすけ・みずほ銀行チーフマーケット・エコノミスト）

（本稿は、令和五年三月九日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

唐 鎌 大 輔 氏

略 歴

みずほ銀行チーフマーケット・エコノミスト

2004年慶應義塾大学経済学部卒業後、JETRO 入構、貿易投資白書の執筆などを務める。2006年からは日本経済研究センターへ出向し、日本経済の短期予測などを担当。その後、2007年からは欧州委員会経済金融総局（ベルギー）に出向し、年2回公表される EU 経済見通しの作成などに携わった。2008年10月より、みずほコーポレート銀行（現みずほ銀行）。

著書に『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』（東洋経済新報社、14年7月）、『ECB 欧州中央銀行：組織、戦略から銀行監督まで』（東洋経済新報社、17年11月）、『アフター・メルケル「最強」の次にあるもの』（日経 BP 社、21年12月）、『「強い円」はどこへ行ったのか』（日経 BP 社、22年9月）、『リブラの正体 GAFA は通貨を支配するのか？』（共著、日本経済新聞社出版、19年11月）、『沈まぬユーロ-多極化時代における20年目の挑戦』（共著、文真堂、21年3月）。

TV 出演：テレビ東京『モーニングサテライト』など。

連載：ロイター、東洋経済オンライン、ダイヤモンドオンライン、Business Insider、現代ビジネス（講談社）など。

所属学会：日本 EU 学会