

止

まらない円安の原因は何か。メディアでよく挙げられるのは日米間の金利差だが、これだけが原因とは限らない。筆者が注目しているのは、経常収支の構造的変化だ。

経常収支は、貿易収支と第一次所得収支が大きな比重を占める。実際、2022年度の経常収支の本身は、貿易収支が▲18兆円、サードビズ収支が▲5・2兆円、第一次所得収支が35・6兆円、第二次所得収支が▲3兆円で、合計9・4兆円の赤字だ。

貿易収支の赤字を第一次所得収支の黒字が補った結果の黒字だが、円の流出入を示す「キャッシュフロー」で経常収支を見直すと、見方が変わる可能性がある。なぜなら、海外での現地生産なども増えており、その際にドルを円に変換する企業側のインセンティブは小さいからだ。

重要なのは第一次所得収支の本身だ。22年度の第一次所得収支（35・6兆円）のうち、直接投資収益（23・4兆円）と証券投資収益（10・5兆円）の合計は約95%を占める。そして、直接投資収益

止まらない円安の原因は日米間の金利差だけではない 修正経常収支で分かる別の要因

数字は語る
法政大学教授
小黒一正

6兆円

2022年度下期における修正経常収支(定義2)の赤字幅

*財務省「国際収支」のデータ(年度・半期)より試算

のうち、再投資収益は約48%だ。海外で現地生産している企業であれば、ドルで稼いだこの収益の多くは円に変換して日本に戻さず、ドルで再投資するはずだ。また、証券投資収益の約90%を占める債券利子も同様だ。

ここで、経常収支を正確に把握するために、円の流出入を示すキャッシュフロー基準で二つの修正経常収支を定義してみよう。

一つは、通常の経常収支から再投資収益を除いたもので、これを「修正経常収支(定義1)」と呼ぶ。もう一つは、通常の経常収支から再投資収益と債券利子を除いたもので、これを「修正経常収支(定義2)」と呼ぶ。

それぞれ計算すると、22年度下期の経常収支は4・6兆円の赤字だが、定義1では0・9兆円の赤字、定義2では6兆円の赤字だ。すなわち、現在の円安圧力は、「日米間の金利差+貿易取引や投資などでのドル超過需要」と表せる。貿易赤字だけでなく、対外直接投資における企業側の再投資戦略なども円安要因になっている可能性に留意するべきだ。