



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2024年5月8日

日本経済に新興国のような「国際収支の天井」が復活しつつある

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

1970年頃までの日本経済には「国際収支の天井」が存在した。当時の日本は今の言葉でいうと新興国で、国際収支に新興国共通の問題を抱えていた。当時は景気が良くなると消費が活発化して輸入が増えた。そうすると貿易収支が悪化して赤字となった。日本は純債務国だったため所得収支も赤字で、結果的に経常収支は赤字になった。こうなると外貨準備の枯渇が懸念され、円/ドルの固定相場が維持できなくなる。結論的に日本経済は、貿易赤字の削減を目的に、景気を冷ますための利上げを実施する必要に迫られた。この限界点が「国際収支の天井」だった。

その後1980年代以降は、日本で輸出競争力のある電機、機械、自動車などの輸出産業が育った。結果的に貿易収支は赤字から黒字基調に転換した。こうして「国際収支の天井」は消滅した。と同時に、別の問題が起こった。貿易黒字が大きくなり過ぎて米国など赤字国と外交問題となるほどの貿易摩擦を引き起こした。この問題に対処するため日本の国家としての課題は、貿易赤字の削減から貿易黒字の削減へとシフトした。そのための手段が海外現地生産や公共事業による内需拡大だった。円高への対応もこの流れで生じた。

しかし、2010年頃を境に日本の貿易構造は再び大きく変わった。原発を停止したことでエネルギーの輸入額が大きく増加した。リーマンショック後の円高で海外現地生産が進み、産業の空洞化は一層進んだ。結果として日本の貿易収支は赤字が定着した。今の日本は433兆円の世界最大の純債権国で、所得収支の黒字が大きく経常収支は黒字だ。しかし、貿易赤字が今後も長く続く見通しが立てば、足元の所得収支が黒字でも、いつかは赤字化するという懸念から、市場が暴走するリスクが常にある。人口と労働力人口の減少が半永久的に続くことも懸念材料だ。

この意味することは、日本経済に「国際収支の天井」が復活しつつあるということである。その前触れが止まらない円安と見なして良いだろう。確かに足元の日本の所得収支は黒字だが、海外に持つ資産から上がる利息や配当は、円に換算されずに再投資される割合が大きい。結果的に円とドルの需給関係は、貿易赤字の影響を受けてネットで円売り・ドル買いが超過となって為替の需給面で円安要因になる。

日銀は今後も利上げを続ける可能性が高い。利上げについて、4月に入り植田総裁の発言でも、円安阻止を考慮することも目的の1つというニュアンスが出ている。まだ今の日本は通貨安阻止のために景気を犠牲にしても利上げに追い込まれる程ではない。しかし、4月24日のインドネシアの利上げはこの範疇に入る。とはいえ日本の国際収支の新興国化がさらに進めば、近い将来に通貨防衛のための利上げに追い込まれる可能性はある。

日本の国際収支の新興国化が進むと、経済政策の中身も変えなければならない。日本が貿易黒字だった時代の課題は、貿易黒字の削減、そのための海外現地生産の増加、内需拡大、円高への対応だった。しかし、「国際収支の天井」が復活すると、優先課題は貿易赤字の削減へと真逆になる。具体的には、対内直接投資の振興、輸入の削減、輸出の振興、内需の抑制、円安への対応、になる。イメージ的にわかりやすい例は、内需拡大が課題だった時代から続く無駄な公共事業を止めて、TSMCを誘致することである。TSMCは年内に半導体の輸出を開始する可能性が高く、この目的に合致している。もっと言うなら、先進国と新興国では、産業振興と国民生活でどちらを優先するかが違う。先進国は国民生活を優先するが、新興国は産業振興を優先する。たとえばいくつかの新興国では、電力や水を産業に優先的に回すために、シャワーの取水やテレビの深夜放送が制限されている。かつて経済産業省は個人消費の拡大のために、日本人に夜遊びや金曜夕方の時短勤務とレジャー消費拡大を推奨する政策を推進した時期があった。こういう政策をまだ続けるかどうかである。端的に言うと、もはや日本はそのような余裕のある国ではないという自覚が必要だろう。(脱稿4月26日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。