
円の実力と日本経済

為替レートと国際収支に基づく考察

佐藤 清隆

Sato Kiyotaka

〔要旨〕

近年、円の実力が低下したという主張が数多く見られる。実質実効ベースで円の価値が1970年の水準まで低下したことが、そのような主張の根拠になっている。しかし、実質実効ベースでの円安が、そのまま円の実力低下を意味するわけではない。むしろ、日本経済の実力が低下したことが実質実効為替レートの減価の主要因であることを明らかにする。また、日本の国際収支構造が変化したため、円安局面から容易に抜け出せなくなったという主張もある。本稿ではその主張を批判的に検討し、国際収支のフローの為替需給で見ても、構造的に円安となるわけではないことを明らかにする。最後に、円の実力に関する議論を整理し、円の実力を高めるために何が必要かを述べる。

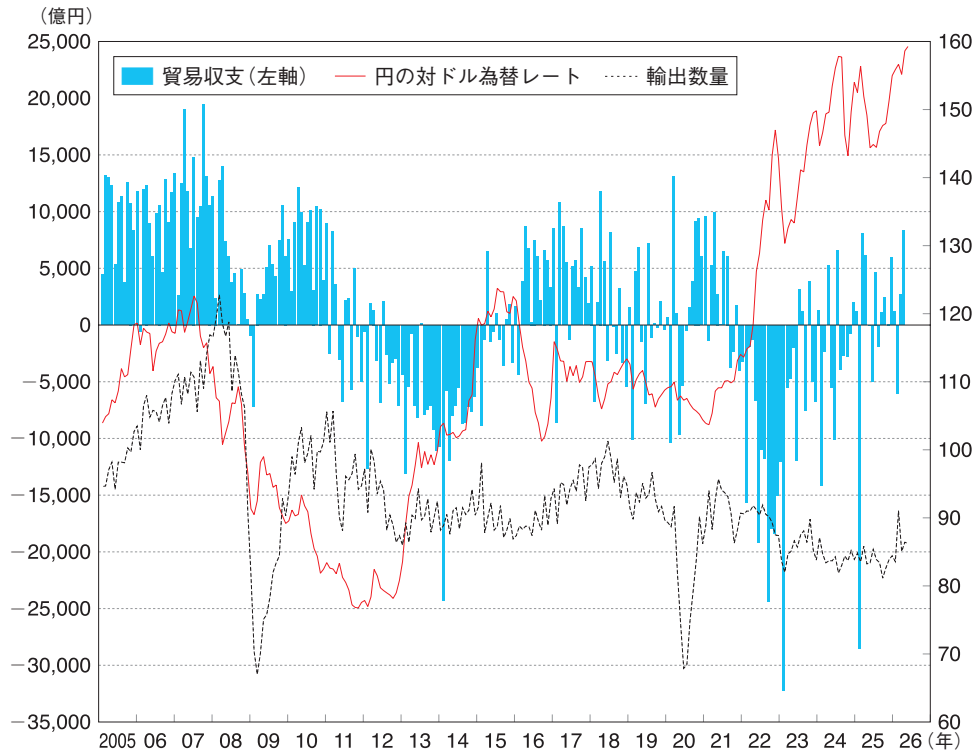
はじめに

1971年の金ドル交換停止後、変動レート制に移行した日本経済は急速かつ大幅な円高を繰り返し経験してきた。第1図が示すように、2007年の夏から急速に円高が進み、2011年7月には1ドル＝70円台後半の水準まで円は増価した。この70円台後半の円高水準は2012年10月まで続き、当時の経営者の多くは円高局面がさらに続くことを覚悟していた^①。この円高傾向を反転させたのは、第2次安倍内閣による積極的な金融緩和であった。2012年12月16日の衆議院議員総選挙で自民党が圧勝してから、わずか5ヵ月ほどで円はドルに対して20円近く減価した。安倍政権下の円安進行はそれまでの歴史的円高水準を反転させたという点で、日本経済にとって歓迎すべき状況であった。

再び大幅な円安が進行したのは、新型コロナウイルス感染拡大の影響が続く2021年からである。特に、ロシアがウクライナに侵攻した2022年2月から円安が急激に進み、同年10月には対ドルで一時150円台まで減価した。翌2023年1月には120円台まで戻したが、その後は再び円安が進み、1ドル＝150円前後の水準が定着した感がある。その間、財務省がドル売り介入を繰り返し、160円を超えて円相場がさらに減価することを阻止している。

ここまで、円相場がいかに大幅に変動してきたかを振り返ったが、2011年10月31日に1ドル＝75.32円の戦後最高値をつけた時と比較すると、2026年前半の160円に迫る円安水準は、円の価値がピーク時の半分以上に落ちてしまったことを示している。2011年には1ドルを手に入れるのに80円弱の円を支払えばよかったが、2026年現在では、その倍の160円近くを支

第1図 日本の為替レート、貿易収支、輸出数量（2005年1月—2026年4月）



（注） 円の対ドル名目為替レート、日本の貿易収支（億円）、日本の輸出数量指数（全産業、季節調整済み：2010年＝100）の月次データのグラフ。為替レートは上昇すると円安（減価）、低下すると円高（増価）を意味する。

（出所） 財務省貿易統計、財務省国際収支統計、IMF International Financial Statisticsよりデータを取得して筆者作成。

払わなければならない。「円の実力」を通貨の交換比率で測るとすれば、確かに円の実力は2011年のピーク時から半分程度に落ちてしまったと言える。

外国為替市場でも、ヘッジファンドなどの投機筋がドルに対して円を大きく売り越しているという報道がたびたび見られる。先行研究によれば、少なくとも2017年まで、円はスイス・フランと並んで安全資産（Safe-haven currency）として世界中から選ばれていた⁽²⁾。しかし、最近では、低金利の円がキャリートレードの対象となって売りが膨らむ状況となっている。円は以前のように安全資産とはみなされておらず、その通貨としての弱さが目立っている。

本稿の主な目的は、円をめぐる最近の動向を整理し、円の実力がどこまで低下したのかを考察することにある。円の実力が低下したと新聞紙上等で指摘され始めたのは、筆者が把握する限り、2021年夏ごろからである⁽³⁾。円の実力低下の根拠となったのは、円の実質実効為替レート的大幅な減価である。2022年からの急速な円安進行により、実質実効ベースでの円の実力低下が大きな注目を集めるようになった⁽⁴⁾。しかし、実質実効ベースでの円の減価を根拠として、円の実力が低下したと主張することには賛同できない。そのような主張の何が問題なのかについて、本稿でひとつずつ説明していく。

また、日本の国際収支構造が近年大きく変化したことも、円安が解消しない理由のひとつと考えられている。為替レートが国際収支に基づくフローの為替需給で決定するという立場を筆者はとらないが、日本の国際収支がどのように構造的に変化し、それが円相場のみなら

ず、円の実力にどう影響しているかについて、詳しく考察する。

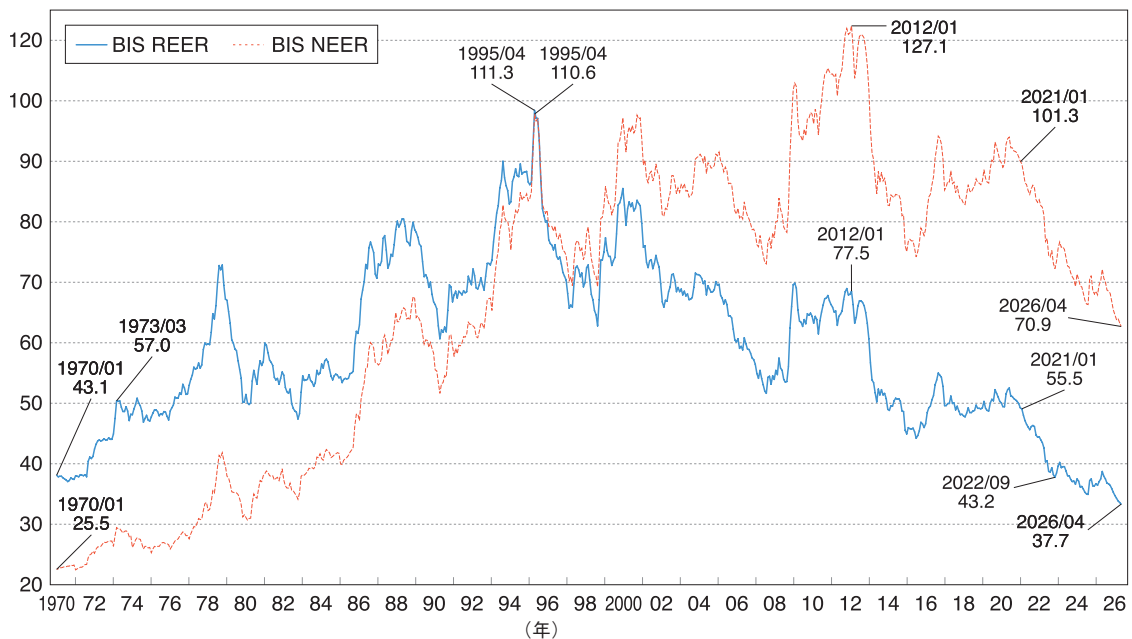
本稿の構成は次のとおりである。第1節では、円の実質実効為替レートの減価が円の実力低下を意味しているという主張を批判的に検討する。第2節では、日本の国際収支構造の変化と円安の関係について考察する。第3節では、構造的な円安が日本で起きているという考え方の問題点を明らかにする。最後に、円の実力についての考え方を整理し、円の実力を高めるための条件を提示する。

1 実質実効為替レートと円の実力

円の対ドル名目為替レートが2022年から急速に減価したことに伴い（第1図）、実質実効ベースの円の水準が注目を集めるようになった。第2図は、1970年1月から2026年4月までの、円の実質および名目実効為替レートの推移を示している。この図では、2つの実効為替レートが1995年を基準年（＝100）として指数化されており、数値（折れ線グラフ）が上昇すると円高、低下すると円安であると定義されている。

まず、第2図の実質実効為替レートの推移（実線のグラフ）から見ていこう。1970年1月の実質実効為替レートは43.1の水準であったが、それ以降、短期的には大幅な変動を見せながらも基調としては一貫して上昇（増価）し、1995年4月のピーク時には111.3まで実質実効ベースで円高が進んだ。しかし、これ以降、実質実効ベースで円は一貫して低下（減価）を続け、2022年9月には1970年1月とほぼ同水準の43.2まで低下した。その後も実質実効ベースで円はさらに低下（減価）し、2026年4月時点で37.7の水準である。もはや1970年の水準を下回るまで、円は減価したことになる。

第2図 日本の為替レート、貿易収支、輸出数量（1970年1月—2026年4月）
（1995＝100）



（注） 実質実効為替レート（REER）と名目実効為替レート（NEER）は1995年を基準年（＝100）として指数化。グラフの上昇は実効ベースの円高（増価）、グラフの低下は円安（減価）を意味する。

（出所） Bank for International Settlements (BIS) ウェブサイトより、1970年1月から1993年12月までのデータはNarrow Basket、1994年1月からのデータはBroad Basketに基づいて筆者作成。

実質実効ベースの円の価値が1970年と同じ水準まで低下した（あるいは下回った）という事実は驚きをもって受け止められ、円の実力が1970年の水準まで低下したという主張の根拠になっている。新聞等のメディアだけでなく、エコノミストや経済学者も「円の実力が低下した」と指摘するようになった。

この主張の問題点を理解するために、実質実効為替レートの定義を、順を追って確認してみよう。まず、円の対ドル実質為替レート（ Q ）とは、円の対ドル名目為替レート（ S ）に米国と日本の一般物価水準の比（ P^*/P ）を乗じたものと定義される（ $Q = S \times (P^*/P)$ ）。ここで Q と S は上昇すると円安、低下すると円高を意味する。

実効為替レートとは、二国間の為替レートを多国間へと拡張したものである。例えば、日本の対世界輸出と為替レートを考える場合、世界全体への輸出を円の対ドル為替レートのみで考察するだけでは十分ではない。日本はアジア各国や欧州諸国向けにも多くの輸出を行っており、それら輸出相手国の通貨と円との間の為替レートの加重平均で考えるべきである。実効為替レートとは、このように加重平均をとって構築された為替レートのことである。円の各国通貨に対する名目為替レートを使って加重平均をとったものは「円の名目実効為替レート」、円の各国通貨に対する実質為替レートを使って加重平均をとったものは「円の実質実効為替レート」と呼ばれる。なお、実効為替レートは名目と実質の両方とも、上昇すると円高、低下すると円安を意味するように計算されており、二国間の為替レートとは定義が逆になっている点に注意が必要である。

円の実質実効為替レートと名目実効為替レートの間には、次のような関係式が成り立つ⁵⁾。

$$\text{実質実効為替レート} = (\text{名目実効為替レート}) \times (\text{日本の物価}) / (\text{海外諸国の物価})$$

なお、この関係式における「海外諸国の物価」とは、日本の貿易相手国の物価水準の加重平均値を指す。

この関係式とともに、改めて第2図を見てみよう。1995年から円の実質実効為替レートは一貫して低下（減価）している。2021年1月には55.5の水準まで低下しており、これは1973年3月時点（57.0）を下回る水準である。一方で、円の名目実効為替レート（点線のグラフ）は、2021年1月においても101.3の水準にあり、短期的には大きく上下変動しているものの、基準年である1995年の平均値（＝100）とほぼ変わらない。

つまり、1995年から2021年までに実質実効ベースでの円の価値が大幅に低下したが、名目実効ベースでの円の価値は同期間にまったく低下していなかった。名目実効為替レートは、円の他通貨との交換比率で測った実力の加重平均値であり、2021年時点で円の実力の低下は見られなかった。実質実効ベースで円の実力が低下したと主張するのであれば、それは名目実効ベースでの円の実力とは関係ない。上記の関係式が示すように、実質実効ベースでの円の減価は、日本と海外諸国との物価水準の違いによってもたらされている。最近では、欧米諸国を旅行すると、例えばペットボトルの水が驚くほど高額であり、「円の購買力が低下した」とよく指摘される。しかし、2022年からの大幅な円安局面に入る前から、日本と海外諸国との間の物価比は大きく開いていたのである。

なぜ日本と海外諸国との間で物価上昇に大きな違いが生じたのだろうか。経済学では「バラッサ・サミュエルソン仮説」によって実質（実効）為替レートの動きを説明する⁽⁶⁾。同仮説は、貿易財部門の生産性上昇率が高い国ほど、その国の通貨の実質（実効）為替レートは増価する（自国通貨高になる）ことを示唆する。日本経済は「失われた30年」と言われるように、1990年代はじめのバブル崩壊以降、長期にわたって低い経済成長率とデフレに苦しんできた。企業の競争力も伸びず、名目賃金もほとんど上昇しない状況が続いた。バラッサ・サミュエルソン仮説を応用すると、日本は貿易財部門の生産性上昇率が海外諸国よりも低く、その結果、実質実効為替レートが低下（減価）したと解釈できる。

第2図が示すように、円の実質実効為替レートは2021年1月の55.5から2026年4月の37.7へと17.8ポイント低下している。この低下には、同じ期間における名目実効為替レートの101.3から70.9への低下が寄与していることは疑いない⁽⁷⁾。しかし、1995年から2026年までの実質実効為替レート低下の最大の要因は、日本経済の「実力」低下にある。海外旅行で買い物をすると何もかもが高額に感じることを、円の実力低下に帰するのは正しい解釈ではない。2021年から名目ベースで円安が進行するよりも前に、すでに日本経済の実力が低下していたため、外国と日本の物価が大きく開いてしまったのである。

2 日本の国際収支構造の変化と円安

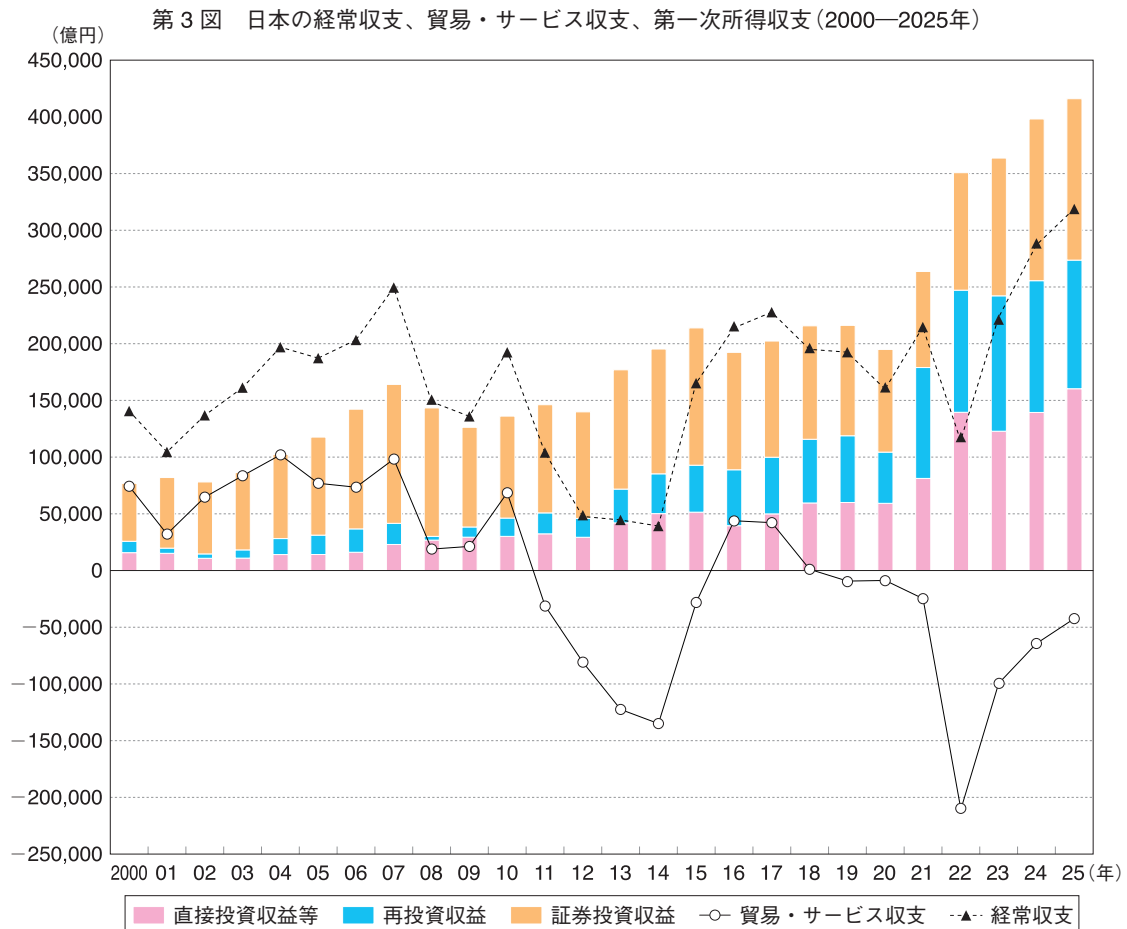
(1) 貿易収支赤字と円相場

2000年代までの日本は多額の貿易黒字を計上していた。その状況が大きく変わったのは、第1図が示すように2011年からである。その理由のひとつは、同年3月の東日本大震災後に原子力発電所が稼働停止となり、液化天然ガスや原油などの輸入が急増したことにある。資源エネルギーの大半を海外に依存する日本にとって、原子力発電所の稼働停止は輸入額の増加に直結し、貿易収支を大幅に悪化させた⁽⁸⁾。もうひとつの理由は、2011—2012年に1ドル＝70円台後半の円高水準が合計で13ヵ月以上継続したことの影響である。価格競争力を高めることで海外に輸出をしていた日本企業は深刻な影響を受けた。原価低減による企業努力では国内から輸出するのが困難なほど円高が進んだため、これら企業は海外へと生産拠点をシフトした⁽⁹⁾。円高はこのような企業行動を引き起こし、日本の輸出構造が大きく変化した。

2013年から第2次安倍政権下の積極的な金融緩和政策によって円安が進んだが、価格弾力性の高い生産部門がすでに海外にシフトしたため、円安によって日本の輸出が伸びない状況となった。この日本の輸出構造の変化と為替相場の関係は、第1図からも確認できる。図の点線は日本の輸出数量指数の変化を示している。2013—2015年と2021—2026年に円安が大幅かつ急速に進行したが、日本の輸出数量指数はほぼ横ばいか、むしろ低下傾向を見せている。経済学の教科書に出てくるような、「円安によって日本の輸出が増える」という関係はもはや見られなくなった⁽¹⁰⁾。

(2) 日本の第一次所得収支と構造的な円安

第1図が示すように、2011年以降、日本の貿易収支は赤字基調に転落し、周期的に巨額の貿易赤字を記録するようになった。それにもかかわらず、第3図が示すように、日本の経常



(注) 第一次所得収支は、積み上げ式棒グラフの「直接投資収益等」「再投資収益」「証券投資収益」の合計値。「直接投資収益等」は、直接投資収益から再投資収益を除いた金額に、雇用者報酬、その他投資収益、その他第一次所得の3項目を加えて算出。

(出所) 財務省国際収支統計よりデータを取得して筆者作成。

収支は一貫して黒字を維持している。しかも、2022年以降は貿易収支が赤字であるにもかかわらず、経常収支黒字はむしろ拡大している。

経常収支は、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支、そして第二次所得収支の4つで構成される。第3図が示すように、貿易・サービス収支が近年赤字を続けているにもかかわらず、経常収支が大幅な黒字を計上している理由は、日本の第一次所得収支が巨額の黒字だからである。

第3図は、第一次所得収支の総額を積み上げ式の棒グラフで示している。第一次所得収支の黒字の大半は、証券投資収益と直接投資収益の2つで占められている⁽¹¹⁾。2010年頃までは、第一次所得収支の大半は証券投資収益で占められていた。その状況が大きく変わったのは2010年代前半からである。上述のとおり、2011—2012年の1ドル＝70円台後半の円高の影響で、日本企業が海外に生産拠点をシフトさせた結果、海外現地法人からのリターンが直接投資収益を通じて急増した。直近では第一次所得収支黒字全体の約3分の2が直接投資収益で占められている⁽¹²⁾。

第3図では、直接投資収益を2つに分けて、再投資収益と直接投資収益等の2つの積み上げ

式棒グラフで示している⁽¹³⁾。再投資収益とは日系海外現地法人の内部留保に相当する。海外現地法人が現地での設備投資等を行うための資金を手元に保有していると考えると理解しやすいだろう。

近年、日本の第一次所得収支黒字が巨額であり、その結果、経常収支が多額の黒字であっても、実際には黒字の大半は日本に戻ってこないという見解が注目を集めている⁽¹⁴⁾。証券投資収益は日本に還流しないと考えられており、再投資収益はその定義上、日本に還流しない⁽¹⁵⁾。日本に還流するのは、直接投資収益から再投資収益を差し引いた、利子・配当などだと考えられている。つまり、経常収支が黒字であっても、日本にはその黒字の一部しか還流しないため、外国為替市場で外貨を円に換える需要が増えず、構造的に円安が進むという主張である⁽¹⁶⁾。

このような国際収支に基づく構造的な為替需給に着目した円安論は新聞紙上でも頻繁に取り上げられた。特に、2022年の国際収支状況は、この「構造的円安論」によってうまく説明される。第3図によると、2022年に日本に還流したのは、直接投資収益等の14兆円弱であるのに対して、日本の貿易・サービス収支の赤字額は20兆円を上回っていた。日本の貿易収支は赤字基調に陥っており、サービス収支も「デジタル赤字」に代表されるように新たな赤字要因が顕著に拡大してきた。もはや円安は構造的なものであり、円安解消は容易ではないという結論になる。

3 構造的円安論の問題点

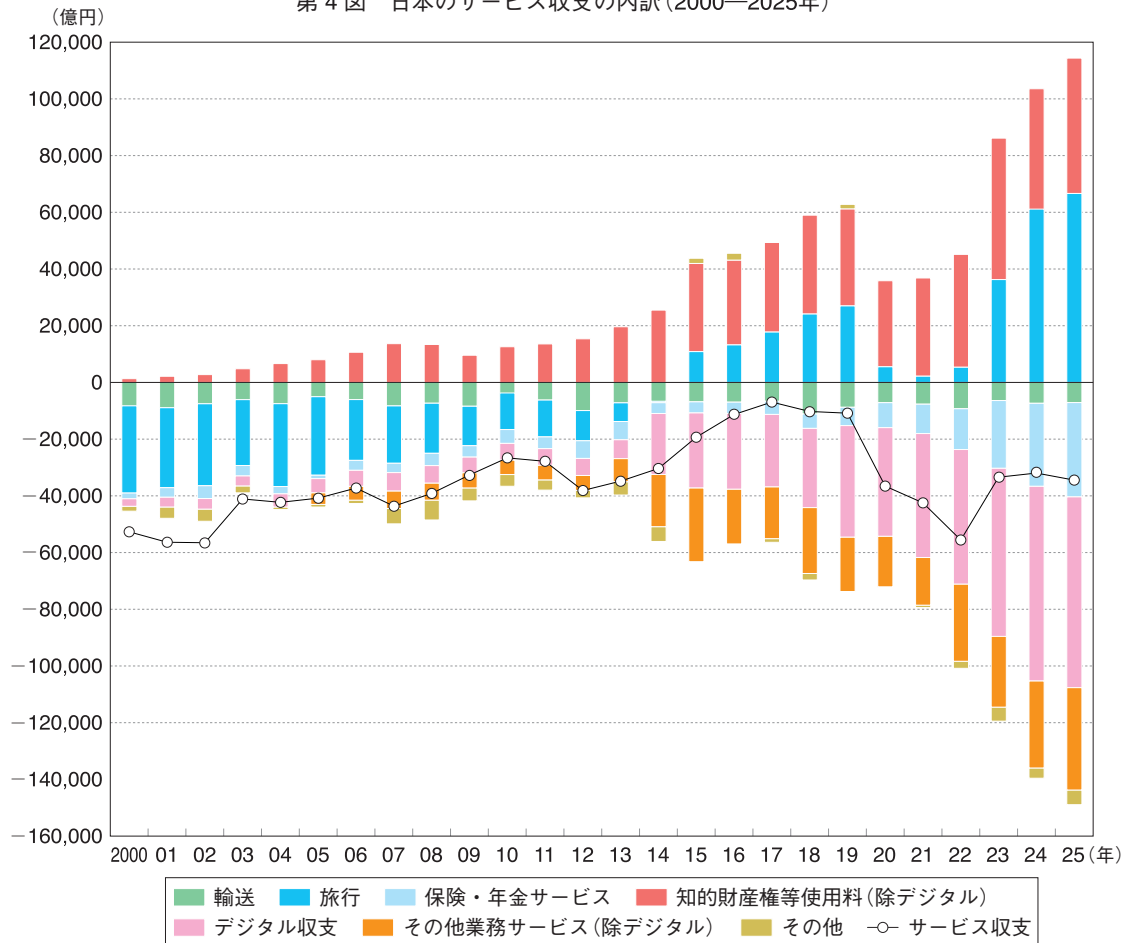
構造的円安論は、2022年の日本の状況を的確に説明しているように見える。しかし、2022年は非常に特殊な経済状況であった点に注意すべきである。2020年からの新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に続いて、2021年から世界的に資源価格が上昇し始めた。特に、ロシアがウクライナに侵攻した2022年2月以降、資源エネルギー価格の上昇に拍車がかかった。資源エネルギーの大半を海外に依存する日本は、この価格上昇の影響を強く受け、貿易・サービス収支赤字が過去最大の水準まで膨れ上がった。直接投資収益等による資金還流では、貿易・サービス収支赤字の全額を賄うことができなかったのは事実である。しかし、この2022年という特殊な時期を一般化して論じることには慎重であるべきだ。

第3図が示すように、日本の貿易・サービス収支赤字は2023年に約10兆円の赤字へと減少し、2025年には約4兆2400億円の赤字まで縮小した。一方で、この年の直接投資収益等の黒字額は約16兆円に達している。2025年の国際収支状況を見て、構造的円安論が妥当すると考える人はいないであろう。

構造的円安論は、新たな赤字要因にも着目している。その代表的なものがデジタル赤字である。実際に、新聞やメディア等でも、円安が現在も続く理由として、デジタル赤字が拡大していることを指摘する識者が数多くみられる⁽¹⁷⁾。デジタル赤字は本当に円安を生み出すほどの大きな影響を及ぼしているのだろうか。これをデータによって確認してみよう。

第4図は日本のサービス収支の推移を示している。2000年代半ばまで、日本のサービス収支は4兆円から6兆円の赤字を計上していた。その赤字の大半は旅行収支の赤字によるものだ

第4図 日本のサービス収支の内訳(2000—2025年)



(注) サービス収支の各項目は、松瀬滯奈・齋藤誠・森下謙太郎「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」(日本銀行『日銀レビュー』2023-J-9、2023年8月)の図表2「サービス収支の分類表」に基づき算出。

(出所) 日本銀行国際収支統計よりデータを取得して筆者作成。

った。2000年代後半からサービス収支の赤字額が徐々に縮小するが、それは旅行収支赤字が減少したからである。旅行収支は2015年に黒字に転じるが、その理由はインバウンドの旅行客が大きく増加したからである。第4図が示すように、デジタル収支の赤字が大きくなったのは2014年からであるが、ほぼ同じ時期に旅行収支が黒字に転じ、その黒字額が拡大した。さらに、知的財産権等使用料(除デジタル)の黒字額も2013年頃から増加基調に転じたため、サービス収支全体の赤字額は2010年代後半に1兆円前後にまで縮小した。知的財産権等使用料(除デジタル)は、ロイヤリティーとして海外現地法人から本社企業に還流する部分を捉えている。このロイヤリティーも、2013年頃から順調に拡大を続けてきた。なお、2025年は前年と比べてロイヤリティーによる日本への還流額が減少している。その理由として、米トランプ政権による関税政策の影響を日本の自動車メーカーが強く受けたことで、海外現地法人からのロイヤリティー減少につながっている可能性がある。

注意すべきは、2020年から2022年にかけて、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、旅行収支がほぼゼロに近い水準にまで落ち込んだ点である。一方で、コロナ禍の間にオンラインツールが急速に普及し、デジタル赤字が拡大した。2022年にサービス収支全体の赤字額が

5兆5558億円にまで増加したが、この時の赤字拡大はデジタル収支の赤字によって牽引されたように見える。しかし、2023年から旅行収支は大幅な黒字に転じ、その後も旅行収支黒字が順調に増加した結果、2025年のデジタル収支の赤字額（6兆7285億円）は、ほぼ旅行収支の黒字額（6兆6692億円）でカバーされている。

日本のデジタル収支の赤字基調は、確かに日本経済に構造的に組み込まれたと言えるかもしれない。しかし、サービス収支全体で考えれば、日本への旅行客の増加とそれによる旅行収支黒字がデジタル収支の赤字を十分にカバーできている。デジタル収支の赤字額を現在の円安の主要因として取り上げることは慎重であるべきだ⁽¹⁸⁾。

おわりに

本稿では、円の実力低下に関する最近の主張に対して、その主張の根拠である円の実質実効為替レートの減価について詳細に検討した。また、近年の円安が国際収支の構造的な変化によって生じているという主張に対しても、批判的に検討した。

実質実効ベースで円が減価している最大の原因は、日本経済の実力の低下にある。最近、ようやくデフレから脱却し、国内物価の上昇とともに、名目賃金も上昇傾向にある。これらに加えて、日本企業が生産性を高めるために積極的に投資を行うことが、実質実効ベースでの円の減価を反転させる鍵を握っている。

また、為替レートは国際収支のフローの為替需給のみで決まるわけではない。フローの為替需給を強調しすぎることは慎重であるべきだ。なお、日本の貿易収支については、本稿で論じたように、大幅な黒字を生み出しにくくなっている。特に重要なのは、原油価格の動向である。2025年に日本の貿易収支赤字が大幅に縮小した一因は、同年の原油価格が1バレル＝60—70ドルの水準で落ち着いていたからである。2026年2月に始まった米国のイラン攻撃と、それに伴うホルムズ海峡の混乱は、日本の資源エネルギー輸入に深刻な影響を及ぼす可能性がある。これが日本の貿易収支赤字を拡大することになれば、1ドル＝160円前後の円安が今後も続くことになりかねない。

本稿の冒頭でも指摘したが、1ドル＝160円に迫るような名目ベースでの円の価値低下は、他通貨との交換比率の悪化という点で、円の実力を低下させる。円の適正な水準については、さらに研究を深める必要があるが、少なくとも2022年以前の1ドル＝110—120円程度の水準まで戻るべきだろう。

最後に、本稿では考察の対象外としたが、円の実力を考えるうえで、国際通貨としての円の役割も重要である。2025年に米トランプ政権がスタートしてから、基軸通貨ドルの特権を毀損するような政策が数多く行われている。まさに世界の基軸通貨体制の将来が問われており、この点についても今後、考察をさらに深めるべきだろう⁽¹⁹⁾。

(1) 『通商白書2012』249—250ページは、1ドル＝70円台後半の円高が続いた2011年8月に実施された「円高に対する企業の意識調査」の結果（有効回答企業数1万1070社）を報告している。円安基調への反転期待時期については、「長期的に反転は期待できない」と回答した企業が全体の25.8%（製造業では26.1%）、「わからない」が31.0%（製造業では30.6%）と全体の半数以上を占めており、円高

基調が今後も続くことを覚悟していた企業が全体の半数以上に上ることを示している。

- (2) Masujima, Yuki, 2019, “Time-Variant Safe-Haven Currency Status and Determinants,” RIETI Discussion Paper Series 19-E-048 の Table 1 から Table 4 を参照。
- (3) 日本経済新聞「円安頼み『貧しい日本』生む 円の実力、48年前に逆戻り：通貨漂流ニクソン・ショック50年③」2021年8月3日（電子版）がその一例である。
- (4) ここで一つ一つ新聞記事等を取り上げることはいらないが、2022年からの急速な円安を契機として、「円の実力低下」が数多くの新聞、メディア等で取り上げられるようになり、エコノミストや経済学者まで、実質実効ベースの円安を根拠として円の実力が低下したと主張していた。
- (5) 円の実効為替レートを計算する場合、加重平均のウェイトとして、ここでは日本の全輸出に占める輸出相手国のシェアを用いる。日本の輸出相手国は多数あるが、理解を容易にするために、世界は日本、米国、ユーロ圏、中国の4カ国・地域のみで構成されるという単純化の仮定を置いて考えてみよう。 P を日本の物価、 P_i を外国の物価と置き（ $i = 1, 2, 3$ ）、第1国を米国、第2国をユーロ圏、第3国を中国と仮定する。また、 S_i を第*i*国通貨に対する円の名目為替レートと定義し、さらに α, β, γ をそれぞれ日本の米国、ユーロ圏、中国向け輸出シェアだと仮定すると（ $\alpha + \beta + \gamma = 1$ ）、円の実質実効為替レート（*REER*）は次のように示すことができる。

$$REER = \left(\frac{P}{S_1 P_1} \right)^\alpha \left(\frac{P}{S_2 P_2} \right)^\beta \left(\frac{P}{S_3 P_3} \right)^\gamma = \left(\frac{1}{S_1^\alpha S_2^\beta S_3^\gamma} \right) \left(\frac{P}{P_1^\alpha P_2^\beta P_3^\gamma} \right) = NEER \left(\frac{P}{P_1^\alpha P_2^\beta P_3^\gamma} \right)$$

上記の関係式は、最左辺の実質実効為替レート（*REER*）が、最右辺の示す「円の名目実効為替レート（*NEER*）」に「海外諸国の物価の加重平均値に対する日本の物価の比率」を乗じたものであることを示している。

- (6) バラッサ・サミュエルソン仮説は、国際金融や国際経済学の教科書で必ず取り上げられる考え方である。明快な解説を行っている教科書として、小川英治・川崎健太郎『MBAのための国際金融』（有斐閣、2007年）第2章を参照。
- (7) 実質実効ベースと名目実効ベースのそれぞれで、2021年1月から2026年4月までの円の変化率を計算すると、前者が32.1%、後者が30.0%の低下である。他の要因を無視すると、同期間中の実質実効ベースの円の減価の大半は名目実効ベースの減価で説明できる。
- (8) この点については、佐藤清隆『円の実力——為替変動と日本企業の通貨戦略』（慶應義塾大学出版会、2023年）の第2章で詳しく論じている。
- (9) 佐藤、前掲書、第2章を参照。
- (10) この点は、多くの実証研究によって明らかにされている。その例として、次の2つを参照されたい。清水順子・佐藤清隆「アベノミクスと円安、貿易赤字、日本の輸出競争力」RIETI Discussion Paper Series 14-J-022、2014年4月。Liu, Nan, Kentaro Kawasaki and Kiyotaka Sato, 2025, “Export Elasticity to Exchange Rates Revisited: Application of Rolling ARDL Estimation to Japanese Exports,” *International Economics*, 184, 100650.
- (11) 第一次所得収支は、「雇用者報酬」「直接投資収益」「証券投資収益」「その他投資収益」「その他第一次所得」で構成される。この内の「雇用者報酬」と「その他第一次所得」はわずかなマイナス（赤字）であり、その絶対額で測っても、第一次所得収支黒字全体の1%にも満たない。また、2025年の数値で見ると、「その他投資収益」の第一次所得収支黒字全体に占める割合は、わずか3.2%である。つまり、第一次所得収支黒字のほとんどは「直接投資収益」と「証券投資収益」で占められると考えてよい。
- (12) 第3図では、第一次所得収支を3つに分けて、棒グラフで示している。その中で、「直接投資収益等」とは、直接投資収益から再投資収益を差し引き、そこに雇用者報酬、その他投資収益、その他第一次所得の3項目を加えたものと定義している。先に指摘したとおり、雇用者報酬とその他第一次所得は非常に少額であり、その他投資収益も比較的少額であるため、第3図の直接投資収益等は、

直接投資収益から再投資収益を差し引いた額とおおむね等しいとみなしている。

- (13) 注(12)の「直接投資収益等」の定義を参照。
- (14) 唐鎌大輔『弱い円の正体——仮面の黒字国・日本』（日経BP 日本経済新聞出版、2024年）を参照。同書は、国際収支の各項目に焦点をあて、示唆に富む指摘を行っている。
- (15) 証券投資収益が日本に還流するか否かは明確でないが、筆者が邦銀の海外支店で聞き取りを行った際には、日本からの証券投資のリターンを通常は日本に戻さない、という回答を得た。
- (16) こうした構造的な円安を主張する例として、日本経済新聞「経常黒字、円高の要因にならず？ 投資収益の還流乏しく」2023年8月8日（電子版）参照。このような主張が新聞、メディア等で数多く見られる。
- (17) 新聞記事の例として、日本経済新聞「『歴史的円安』解消、なお時間 金利差より厚い需給の壁」2024年5月19日（電子版）を参照。
- (18) もうひとつ注目すべきは、再保険・貨物保険の損害保険料などを計上する「保険・年金サービス収支」の赤字額が近年拡大している点である。松瀬滯奈・齋藤誠・森下謙太郎「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」（日本銀行『日銀レビュー』2023-J-9、2023年8月）は、①国内で投資性の強い保険商品の契約が増えているなか、日本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が増加していること、②日本の保険会社が、海外企業の買収などを通じてグローバル化していることの2点を赤字拡大の要因として指摘している。
- (19) 本稿では取り上げなかった国際通貨としての円については、数多くの文献があるが、中曾宏・橋本政彦「国際通貨としての円」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第153号、2023年6月）が参考になる。貿易取引における円の使用については、Yoshimoto, Uraku, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, Yushi Yoshida, and Taiyo Yoshimi, 2025, “The Myth of U.S. Dollar Dominance in Japanese Exports: New Evidence from Japanese Customs Level Data,” NBER Working Paper No. 33748を参照。政治経済学的なアプローチでドル体制の構造を考察したものとして、Tokunaga, Junji, 2026, *Dollar Dominance: Fundamentals, Nature, and Present Structure*, Routledgeが参考になる。

さとう・きよたか 横浜国立大学大学院教授
sato@ynu.ac.jp