

日本の GDP「対世界比」最低、円高に制約

内需補完の世界経済も低成長へ、経常収支の悪化定着懸念

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/4/3 (月)

日本の名目 GDP は対世界比で過去最低を更新しており、通貨の実力の観点で円高には制約がある。IMF の 2023 年見通しによると、円安影響が限られる購買力平価の換算で 3.7% となっており、過去最高である 1991 年の 9.1% からは -60% もの大幅低下となってきた。現状の 1 ドル = 130 円前後という過去比でのドル高・円安水準の持続について、正当化させる一因となっている。しかも 1990 年代から現在に至るまで、内需縮減を補完してきた世界経済の長期成長も減速期を迎え、日本は経常収支の悪化基調が定着していく。

日本の GDP 対世界比、ピーク比 60% の低下

「為替相場のドル/円で注目すべきは、(2020 年以降の) コロナ危機下で米国がいくら金融緩和をしても、米国の長期金利がいくら下がっても、かつてのように 1 ドル = 100 円を割り込む円高・ドル安にはならなかったことだ。円が持っていた『安全資産』としての性格が忘れられているような感じがする」——。財務省の元財務官であり、IMF で副専務理事を務めた篠原尚之氏は 2021 年 5 月時に、東洋経済オンラインのインタビューでこのように述べていた。

同氏は安全逃避などによる円高圧力の減退に関して、「日本のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)が相対的に少しずつ弱くなっている」、「人口の高齢化で潜在成長率が低下し、財政赤字と政府債務の拡大で年金など社会保障制度への圧力が高まっている」、「(2020 年以降のコロナ対策も加わり)生産性の低い企業やゾンビ企業が温存されている」、「日銀が事実上の財政ファイナンスをやっているため、財政支出の質が落ちている」といった点を列挙している。

その翌年 2022 年にかけてはこうした要因も影響する形で、ドル高・円安が加速。一時は 151 円前後と、1990 年以来約 30 年ぶりのドル高・円安を更新した。

そこからはドル安・円高に移行し、今年 3 月には米欧発の金融不安などで改めて「安全逃避の円買い」が進む場面が見られている。しかし、3 月は金融不安のほか、米 FRB の利上げ停止や利下げ観測、日本企業による 3 月の年度末決算に対応した円転圧力など、ドル安・円高の材料が相次いだ。ドル/円は 129-137 円前後での月間推移となっている。昨年比では円高ながら、1990 年代以降の過去比では依然としてドル高・円安のレベルが維持された状態だ。

過度な円高・ドル安が制御されている構造要因として、篠原氏が指摘するような「日本のファンダメンタルズの相対的な弱体化」などは無視できない。

実際、IMF による最新の世界経済見通しでは、日本の名目 GDP・対世界比が 2023 年は 3.7% となり、8 年連続での低下が予測されている(昨年の見込みは 3.8%、直近最高は 2015 年の 4.7%)。過去最高である 1991 年の 9.1% からは、-60% もの大幅低下を記録。統計のある 1980 年以降では、過去最低を更新している。しかも円安影響が限られる購買力平価換算でのものだ。

昨年 12 月には日本の内閣府も、「日本の名目 GDP が世界に占める割合は、約 5% と比較可能な 1994 年以降では最低になった」というデータを公表していた。通貨の実力と日本経済の対世界比での地位低下を踏まえると、現状の「過去比ドル高・円安水準の持続」は正当化される側面がある。

さらに日本では 1990 年代以降から現在に至るまで、内需の縮減が長期化してきた。国内での人口減などによる低成長を補完してきたのが、中国などの新興国を始めとした世界経済の高成長である。しかし現在の世界経済は、高成長時代の終焉に直面してきた。日本では内需の縮減に続き、今後は「外需頼みの限界」という問題に直面していく。

日本の外需は直接的・間接的に輸出のほか、海外現地生産の拡大、海外企業の買収と傘下取り込み、日本の金融機関による海外向け投融資の急増など多岐に及ぶ。

世界「失われた 10 年」、内需に続き外需も打撃

今後の日本は外需頼みのツケにより、輸出減や海外現地売上減少などを通じて、貿易収支の悪化持続と所得収支黒字の減少、こうした要因による経常収支の悪化定着というリスクをはらむ。長期スパンでの構造的な円高抑制、あるいは円安水準の維持定着につながるものだ。

最近では世界銀行が 3 月 27 日、「世界経済にとって失われた 10 年になるかもしれない」といった分析レポートを取りまとめた。その中ではコロナ後遺症やウクライナ戦争の長期化、新冷戦入りと反グローバル化、先進国から中国などでも始まってきた高齢化、低インフレ時代の終焉、債務膨張といった障害を暗示しながら、以下のような予測を示している。

「世界経済の『制限速度』、インフレを引き起こすことなく長期持続可能な最大成長率が、2030 年までにこの 30 年間の最低水準まで低下する見通し」、「この 30 年間の進捗と繁栄を導いた全ての経済的原動力が勢いを失いつつある。結果として 2022-2030 年の潜在 GDP 成長率の平均は、今世紀最初の 10 年間に比べ約 3 分の 1 低下し、年率 2.2% となるとみら

れる」——。

その一方、現状のドル/円が1ドル=130円前後という水準で維持されている背景としては、以下の要因が注目される。

日本では輸入と貿易赤字の高止まりが続いており、為替需給面では日本の輸入企業などによる「ドル買い手当て」の影響力が大きい。ドルの買い手企業によるドル買いの水準メドで参考になる想定為替レートは、昨年12月の日銀短観（全産業ベース）で全規模が130.75円、中小企業が132.72円前後となっていた。同レベルの前後にかけては、輸入企業などによるドル買い需要の持続が想定される。

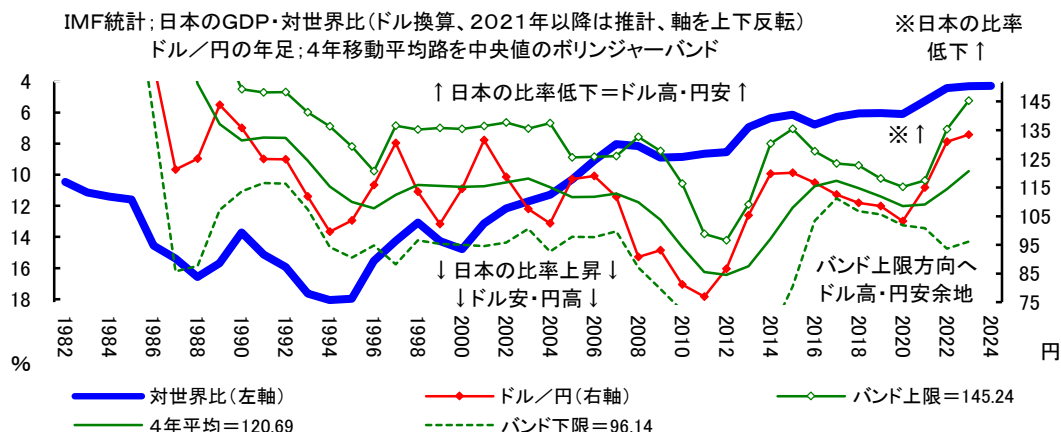
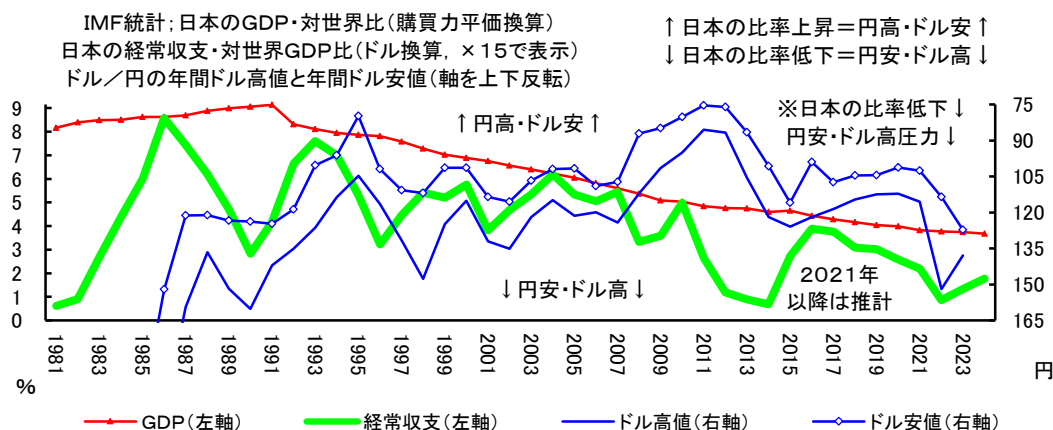
また、日本のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、最新3月の東京都区部で前年比+3.2%となった。今年1月の+4.3%をピークに鈍化してきたが、依然として1991年2月以来の高水準が維持されている。1991年2月時にドル/円は、現在と似たような127-133円前後で推移していた。その前に+3.1%から+3.4%前後での物価が続いた1989-1990年時も、133-151円前後での推移となっている。

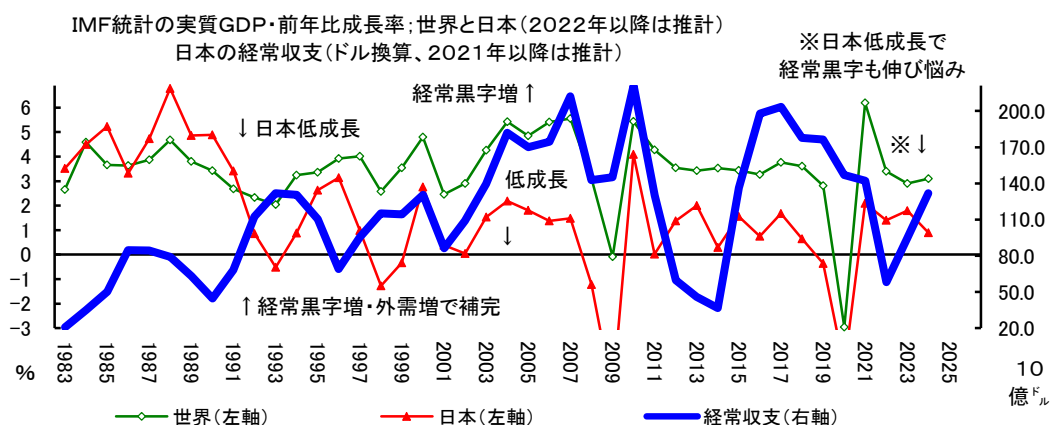
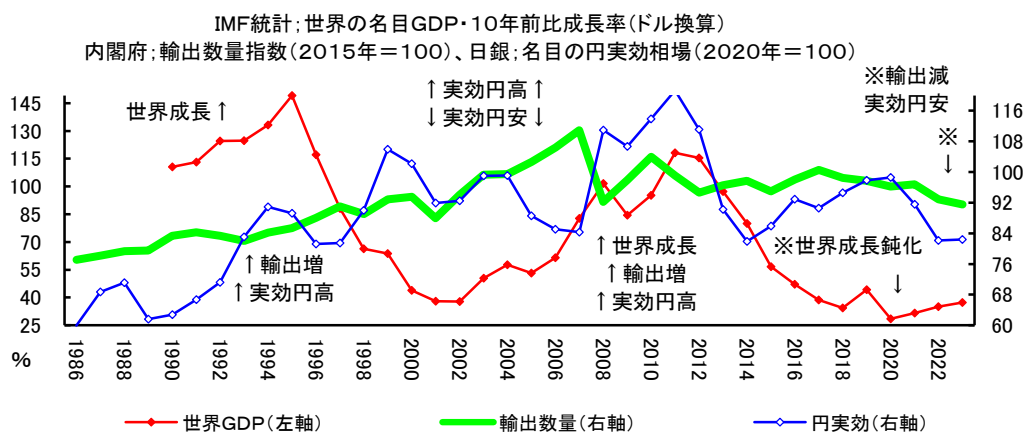
為替水準の形成には複合要因があるものの、現状

の「+3%超え」といった物価水準は円安を支援する側面がある。背景としては、1) インフレ要因が加味されて円資産や円の価値が低下する、2) インフレ率の上昇は、実質金利を低下させる（名目金利-インフレ率）、3) 現在のような日銀による金融緩和持続の場合、物価上昇との見合いで緩和効果を増幅させる——といった要因がある。

その他、ドル/円でいえば米FRBによる利上げ停止が注目される一方、足元は金融不安の一服もあって「年内の利下げ転換」はまだ微妙となっている。少なくとも今年8-9月にかけては、利上げ停止でも政策金利FF（翌日物）の高止まりが続く可能性が高い。

そうするとFF金利は8-9月にかけて、「前年同月比で上昇のプラス」が持続する。過去1980年代からの長期実績として、FF金利の前年比プラスが続く限り、ドル/円も前年同月比でのドル高が持続するパターンが高確率で観測されてきた。その点、当座のドル/円メドで参考になる昨年12月の水準は、月間ドル高値が昨年4-5月に131円前後で推移。月間ドル安値は、昨年4月が121円、5月が126円、6月が128円、7月が132円、8月が130円などとなっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。