

輸出と海外売上が減少へ、円高圧力減退 経常黒字削減、海外再投資や米金利上昇でドル滞留も

2018/11/9

世界減速懸念が強まるか、日本企業は輸出と海外売上高のダブル減少が警戒される。日本の株安要因となる一方、貿易収支と所得収支への打撃を通じて経常黒字の削減につながり、円高圧力は減退していく。米国政府による対米輸出の削減圧力は、米国現地生産の拡充や国際サプライ・チェーン（供給網）の再編に向けた海外向け再投資を増強させるほか、米国での金利上昇はドル預金などの魅力向上やドル調達難となる形で、輸出や海外現地生産による外貨収入の円転抑制とドル滞留につながる。

海外売上比率の高い銘柄下落、経常黒字減と相関

「(日本の経常収支のうち)第一次所得収支の黒字は、2014年に記録した過去最大の貿易赤字(約10兆円)の2倍の規模に達している。従来は所得収支の大半を証券投資収益が占めていたが、最近ではM&A(買収・合併)をはじめ活発な対外直接投資を背景に、直接投資収益の割合が高くなってきており、その海外資産からの収益が日本に還流することで経常収支の収入源の様相が変わってきている」――。

財務省の国際局為替市場課は今年6月、「我が国の経常収支の構造変化：貿易立国から投資立国へ」と題する分析レポートをとりまとめ、このような現状解説を行っている。その中では「日本企業による活発な海外投資や生産拠点の海外移転、訪日外客数の増加により、長い間日本の経常黒字の牽引役であった『モノの輸出』に代わり、『投資や観光・ロイヤリティ収入』が経常黒字を押し上げている姿が浮かび上がる」と指摘している。

そうした構造変化が進捗する中で、日本経済には世界減速リスクが覆い始めた。ただでさえ抑制傾向にある従来型の「モノの輸出」は一段の減少圧力を受けるほか、海外の生産拠点や海外の買収企業を通じた海外の売上高も減少の打撃を受けてしまう。同時進行で訪日外客数は中国・アジアの成長鈍化が間接打撃となるうえ、すでに自然災害などで旅行サービス収支の黒字は縮小に転じてきた。結果、次なる世界減速は従来型の輸出減と貿易黒字減のみならず、今や経常黒字の8割以上を占める「虎の子」所得収支黒字の減少につながる可能性を秘めている。

すでに日本株は10月以降、貿易摩擦影響などによる世界減速を織り込む形で急落場面が見られてきた。日経平均株価の個別騰落率ランキングでは、7日までの直近1カ月間で下落率の大きいワースト銘柄として海外売上高比率の大きい企業が目立っている。具体的にはヤマハ発動機、ジェイテクト、日本電気硝子、日本板硝子、コニカミノルタなどだ。その他、

海外売上高比率で上位にあるTDK、三井海洋開発なども、10月からは長期上昇の頭打ちと反落へと転じている。2007年以降の最近の傾向として、こうした株価の下落転換は日本の所得収支や経常収支の黒字減少と明確な相関性を有している。

しかも日本では製造業のみならず、金融機関でも海外収益の依存度が高まってきた。金融庁は昨年10月の金融レポートで、「3メガバンクの国際業務部門では、過去10年間に貸出金が約3倍に増加するとともに、収益に占める割合が20%台半ばから約40%に上昇するなど、グローバルな経済・市場環境の動向からの影響が以前に比べはるかに大きくなっている」と留意姿勢を示している。米国の資産運用ファンド幹部も、来年に向けては「世界減速に伴う日本のメガバンクへの打撃度合い」に注意を払う。

一方で日本での輸出と所得収支黒字の二重減少は、為替需給面で円高圧力を減退させていく。同時進行での米国政府による対米輸出の削減圧力は、米国現地生産の拡充や国際サプライ・チェーン（供給網）の再編に向けた海外向け再投資の増強を促すものだ。輸出や海外現地売上で得られる外貨収入の円転を抑制させ、日本への本国還流（リパトリエーション）よりも、外貨のままの海外再投資が増加していく可能性をはらむ。

FRB「完全雇用堅持と賃上げ環境持続」は使命感

加えて現在の米国では短中長期の各金利が上昇しており、ドル預金を始めとした受け皿資産の魅力が向上してきた。米金利上昇と世界減速は日本の金融機関・企業によるドル調達難を高めるため、やはり外貨収入の円転・ドル売り抑制とドル滞留が後押しされやすい。国内メガバンクの海外融資に関しては、新興国向けを中心に貸し倒れ引当金の積み増しなどに備えた外貨資金の確保強化も焦点になってきた。

世界経済の減速懸念は、日本での株安とリスク回避の円高要因として警戒されるものだ。ただし、日本の輸出減と所得収支の黒字減による経常黒字の減少は、円高圧力を制御させるプラス要因となる。6日のトヨタ自動車による決算発表では、想定為替レート比での実勢ドル高・円安が逆風下での純利益押し上げバッファとなったが、日本の製造業、メガバンクともに「為替差損の抑制や為替差益への期待感」が過度な収益下振れに歯止めを掛ける。

すでに日本の経常収支の黒字は、12カ月移動平均ベースで今年1月を最高として減少トレンドに転換している。前回の黒字拡大ピークからの減少転換は2010年12月以降であったが、当時はリーマン・シ

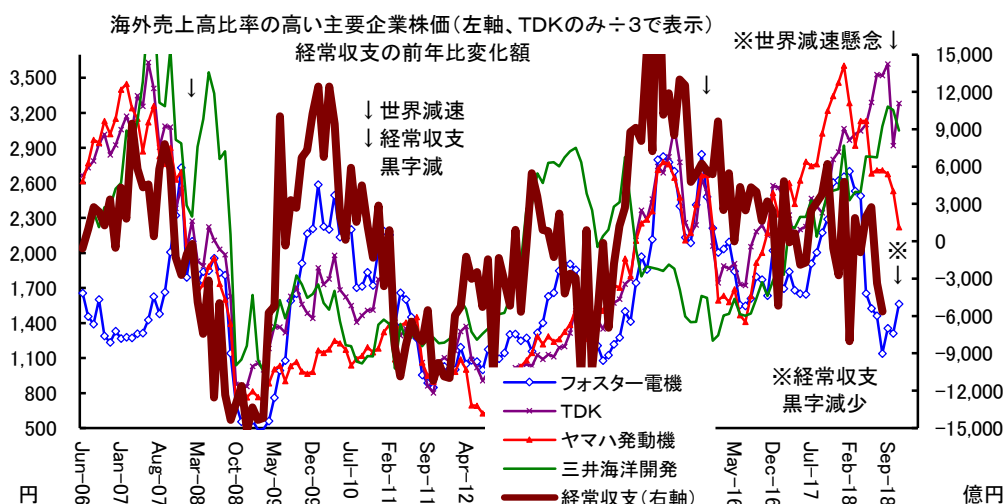
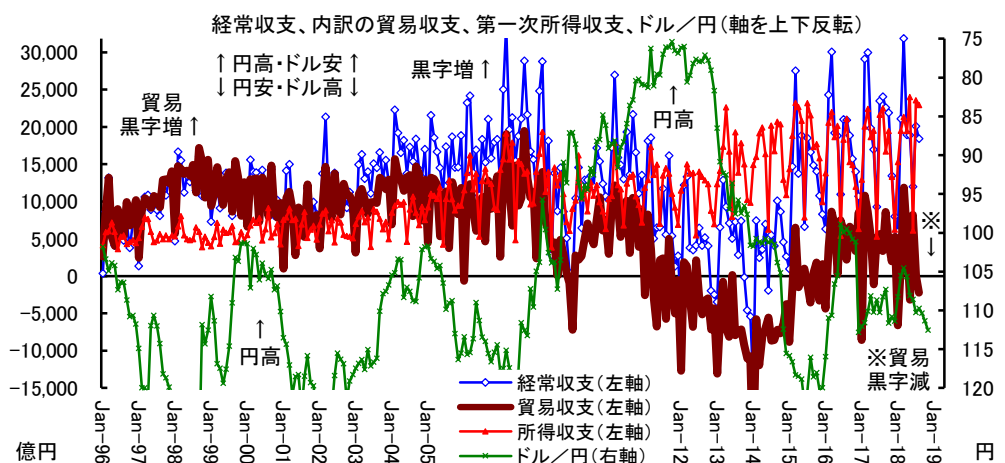
ショックの後遺症や震災被害で後ズレしながらも、ドル/円でのドル、日経平均株価ともに2012年にかけて底入れ反発へと進行波及している。その前では2004年12月から経常黒字が天井ピークと減少転換となったが、ドル/円は翌月の2005年1月からドルが底入れと長期上昇トレンドに移行。日経平均は下値固めを経て、半年後の2005年6-7月から長期上昇モメンタムが点火された実績を有している。

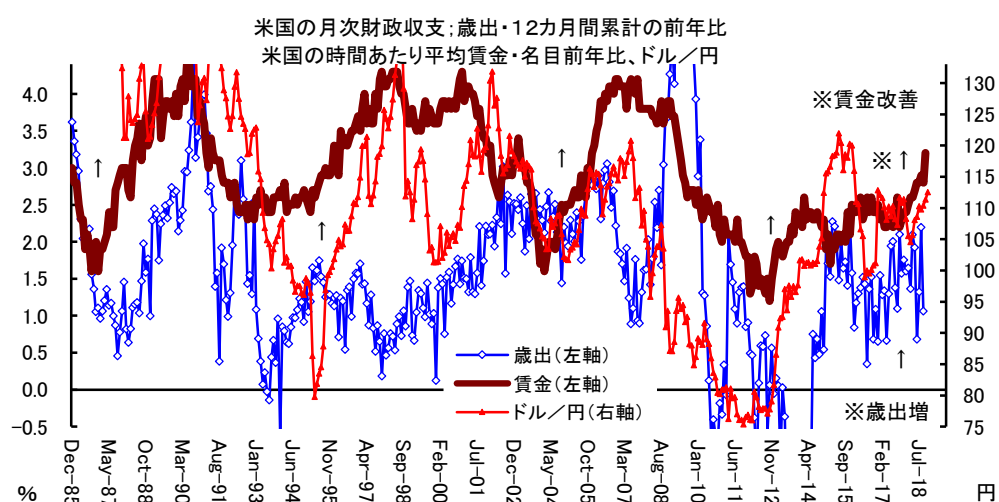
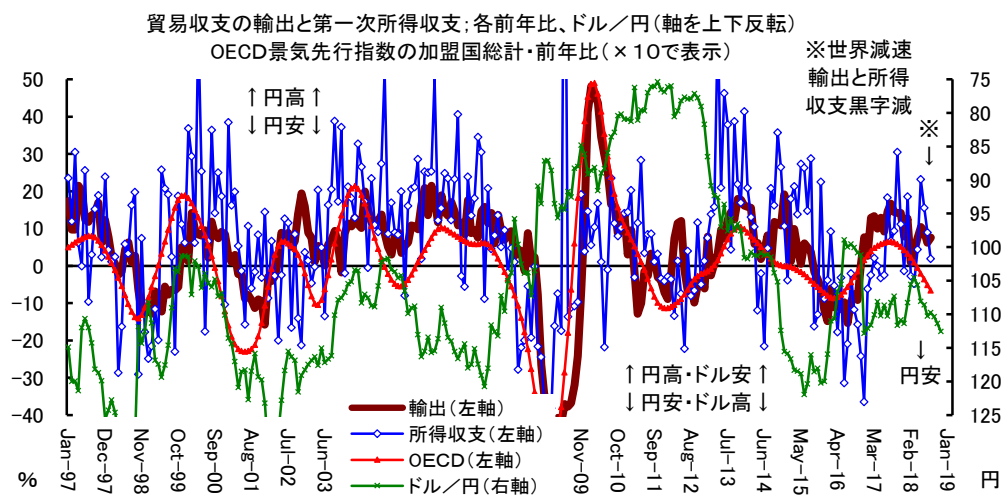
しかも現在は過去の世界減速と異なり、良くも悪くも米トランプ政権による「米国第一主義政策」の有言実行による米国経済の打たれ強さがドルや日経平均の下支え要因となる。米国では来年以降も財政支出の拡大傾向が持続するが、過去実績として賃金の上昇トレンド持続が担保されやすい。すでに米国の平均賃金は10月に前年比+3.1%となり、9年半ぶりの高い伸び率を記録した。1980年代以降の過去実績として、米賃金の前年比プラスのトレンドが持続されている限り、極めて高い確率でドル/円でのド

ル高と日経平均株価の下値切り上がりトレンドが連動形成されている。

おりしも現在の賃金改善トレンドの種蒔きに貢献したイエレン前FRB議長は6日、「米国経済を完全雇用に近い状態に維持し続けることで、高度な技能を持たない労働者の賃金が上昇し、格差是正に寄与する」、「格差拡大などの不平等に関して、中央銀行ができることはあまり多くないが、完全雇用にできるだけ近い状態で経済を維持し続ける政策を遂行する」といった幾つかの選択肢はある」と明言した（ブルームバーグ・ニューエコノミー・フォーラム）。

米国では中間選挙でのネジレ議会化を踏まえた政治・政策動向に不透明感が残るものの、イエレン氏後継であるパウエル現議長は政治的圧力の残存のみならず、FRBの責務と使命感として「完全雇用に近い状態（＝継続的な賃上げ支援環境）の堅持」には細心の注意を払うと見られている。





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。