

所得収支黒字増と輸出減、為替安定促す

円転「定期分散消化」で累増せず、輸出増の円高と違い

2018/12/17

日本では所得収支の黒字増が続く一方、貿易収支では輸出が減少しており、ドル/円の安定化が担保されやすくなってきた。所得収支に占める海外での収益・配当などは円転が定期的に分散消化されるため、輸出増に比べて円高マグマが累増堆積されにくい。現在は米政府による現地生産の拡充圧力やドル金利の上昇もあり、海外収益の現地ドル保持も重要さを増してきた。対外直接・証券投資は先細りが見込まれているが、貿易黒字と海外売上上の減少は円高阻止のための「対外還流の必要規模」を縮小させていく。

日本議長の来年 G20、日本の経常収支変容を訴え

「日本は 2030 年度に向けて、これまでの『輸出立国』から、優れた経営資源や技術を活用し、グローバルに投資活動を行う『投資立国』へと発展していく。アジアを始めとした対外直接投資が増加し、そこから生じる収益が拡大するといった状態が想定され、日本は『成熟した債権国』になるであろう」――。

2003 年 4 月に小泉政権の経済財政諮問会議が取りまとめた「日本 21 世紀ビジョン」では、このような展望が明示されている。同ビジョンの策定には当時の官房副長官であった安倍晋三首相も参画しているが、それから 15 年を経て実際に『対外投資立国化』が現実化しつつある。

財務省の国際局が替市場課は今年 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たばかりだ。その中では「現在の国際収支データと実際の為替取引の関係は、経常黒字だから円買いといった単純なものではなくなっている」という構造変化も強調している。

おりしも 12 月 1 日のアルゼンチン G20 財務相・中銀総裁会議では、来年に議長国を務める日本の麻生太郎財務相が「来年は世界的な経常収支の不均衡問題を優先議題とする」と発表した。その意味合いとして麻生氏は、「不均衡は 2 国間の貿易上の措置でなく、マクロ経済に関する国際協力を通じた貯蓄・投資バランスの適正化で対処すべきもの」として米トランプ政権の牽制目的を示唆したが、同時に「来年の G20 を利用して日本の経常黒字の中身変容を説明し、消費税増税の断行に向けて円高圧力を回避させる狙い」といった思惑も取り沙汰されている。

現実問題として日本の経常黒字は 2017 年度の年間に 10 年ぶりの高水準、今年 1-6 月の上半期は 2 年ぶりの高水準となったが、タイムラグ効果を勘案してもドル安・円高は抑制されている。背景として

は米日の金利差拡大や日本企業による外国企業の M&A（買収・合併）累増などが影響しているが、一方で無視できないのが、経常黒字の主体となってきた所得収支黒字の為替影響だ。

所得収支の黒字内訳としては、海外直接投資に伴う海外収益や配当、対外株式・債券投資に伴う配当や利息などがある。いずれも円転要因となるが、日本への還流は毎月ごとや四半期ごと、年度半期ごとに定期分散されるため、「円高マグマが逐次放散されていく」（インターバンク関係者）。ドル/円の底流トレンドを左右する為替需給でいえば、「毎月ごとにドルの上値を抑える要因となっても、急激なドル安の牽引役にはなりにくい」（同）。

以前の輸出増の主導による経常黒字拡大では、「輸出企業による輸出計画や為替対応判断、実際の為替予約動向などで円高マグマが累増堆積されてきた」

（同）。例えば先行きの輸出増加を見越してドル売り手当ての前倒し（リーズ）が増加してくると、先行して為替相場ではドル安・円高が進展。その後に実際に輸出が増加してくると、さらに需給面でドル安・円高圧力が助長され、ドル戻り売り圧力の増大がドル安・円高モメンタムを加速させている。

輸出と海外売上が減少へ、対外還流必要額も縮減

同時に輸出増加の初期段階でドル安・円高が先行進展すると、輸出企業は「ドルの反発待ち」のドル売り遅延（ラグズ）へと傾斜。ドル戻り待ちが累増していく中でも、輸出増加傾向が続くとドル売り需要が玉突きで積み上がっていく。結果、ドルの上値が重くなり、ドル売り下がり増加と、半期決算などに向けた見切り売りの加速などで、ドル安・円高のトレンドが増幅されるパターンが繰り返されてきた。

その点、現在は経常黒字の増加でも、「所得収支は黒字で貿易収支は赤字」という組み合わせが散見され始めた。為替影響が変容しており、2017 年以降は所得収支の黒字増と貿易黒字減に連動する形で、東京外為市場のドル/円スポット（直物）出来高は減少傾向にある。

もちろん、出来高減少については「卵が先かニワトリが先か」ではないが、ドル/円のレンジ安定が長期化しているがゆえに、短期投機取引が減少している影響も大きい。しかし、短期投機の減少は良くも悪くも、ドル/円のレンジ安定継続へと跳ね返っている。為替安定化がデフレ恐怖やリスク回避による円高圧力を遮断させるという、共振連鎖のスパイラル軌道入りが固められつつある。

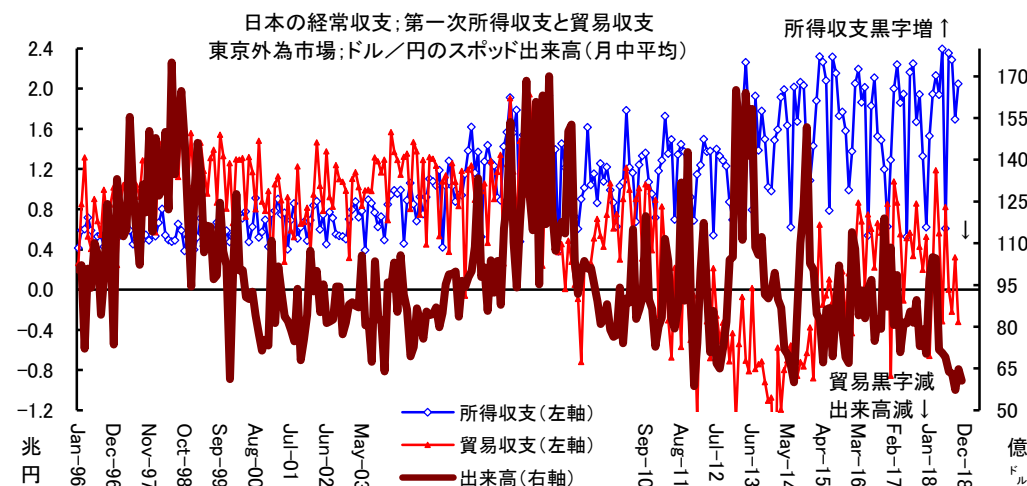
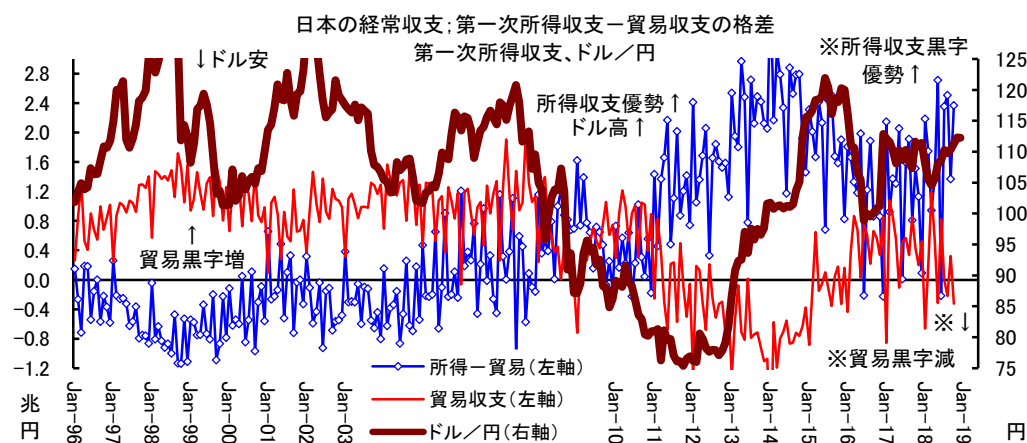
一方、来年に関しての経常収支に関しては、対外直接投資と対外証券投資の息切れ減少が見込まれている。米日金利差の縮小観測などもあって、改めてドル安・円高要因となるものだ。しかし、このまま米国経済が減速となれば「対米輸出の削減圧力を受ける日本には二重打撃となり、日本では消費税増税とあいまって、米国以上に景気の悪化が深刻化してしまう」（財務省元高官）。日銀には緩和継続や緩和強化の圧力が掛かるほか、日本の一段の輸出減少や所得収支黒字の源泉である海外売上高の減少につながることで、「過度なドル売り・円買いは制御される」（同）。

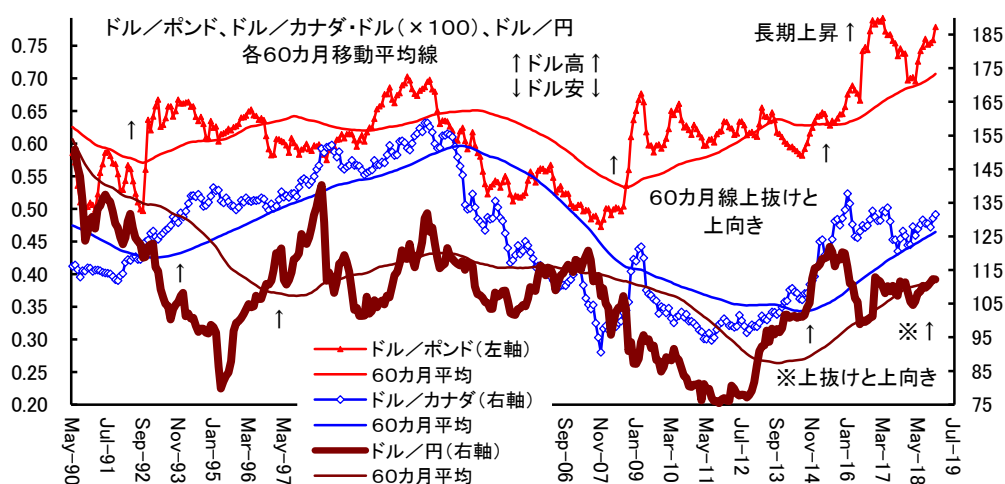
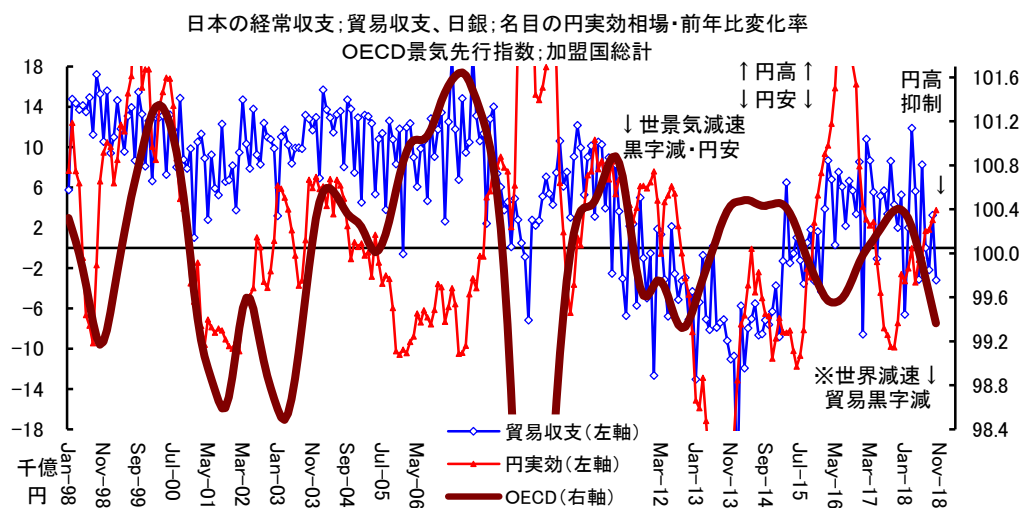
しかも輸出減による貿易黒字の減少と、世界減速などによる所得収支黒字の減少は、円高阻止のための「対外還流の必要規模」を縮減させていく。1990年代以降の OECD 景気先行指数・加盟国総計と日本の貿易収支、ドル/円の相関関係では、世界減速時に日

本の貿易黒字減とドル/円でドル高・円安、もしくは安定化というパターンが多く観測されている。

ドル/円は来年にかけて日米貿易摩擦によるドル安・円高圧力が警戒されているが、過去 30 年近い歴史の中で政治的なドル安・円高圧力は「幾度か見た風景」となるものだ。ドル/円は長期に及ぶ多種多様な複合リスクを織り込み、マーケット・メカニズムが反映された結果として現在のレンジ均衡化となっている。

ドル/円の月足テクニカルでは、60 カ月（5 年）移動平均線 111.86 円前後の上抜けと同ラインの上向き方向が維持されている。過去のドル/円のほか、ドルの対ポンド、対カナダ・ドル相場などでも、「5 年移動平均の上抜けと上向き化」のあとには、2 年後や 5 年後にかけて、起点段階からドルの水準が切り上がる（為替差益）と長期上昇のシグナルとなってきた。





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。