

中国リスク、安全逃避の円買いに限度

日本の貿易・旅行収支悪化、供給制約でデフレ制御

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/2/7

中国の新型肺炎打撃と景気悪化懸念により、円高圧力が根強いものの、中国リスクによる安全逃避の円買いには限度が想定されよう。日本は対中依存度が高く、中国向け輸出の急減が貿易収支の黒字減を促すほか、訪日外国人の減少も旅行・サービス収支の悪化を招く。中国での供給制約は食品価格上昇や人民元安圧力とあいまって、中国での物価下落とデフレ拡散リスクを抑制させる。米日の金融政策は現状維持の長期化が見込まれ、米日の金利差は僅かでも、為替安定化がドルの妙味をあぶり出していく。

貿易収支の2年移動平均が赤字転換、円高歯止め

「中国、香港などの東アジア諸国では、SARS（重症急性呼吸器症候群）の感染が広がるもとで、観光・小売業などを中心に一部経済への悪影響が表面化している。感染がさらに広がると東アジア経済に大きな影響が及ぶ可能性もあり、今後の動きが懸念される」、「（SARS 懸念もあり）日銀は当座預金残高の目標値を17-22兆円から22-27兆円程度に引き上げることを決定した」――。

2003年4月30日の日銀会合議事要旨では、同日の追加緩和決定に関してこのような説明がなされている。当時はいくまでもイラク戦争後の円高・デフレや、りそなショックなどによる銀行不安に対処した緩和強化ながら、SARS 懸念も追加緩和の一因となった。今回の新型肺炎についても、影響の長期化や深化次第では日銀に緩和圧力が強まる可能性は無視できない。

もっとも為替相場でいえば、日銀の緩和観測が高まる前段階でも「中国リスクによる安全逃避の円買い（円高）」には限度が想定されよう。

日本は中国向け輸出の依存度が高まっており、昨年1年の輸出総額に占める対中輸出の比率は19%に及んでいる。昨年1年の中国向け輸出は貿易摩擦や中国減速などで、前年比-7.6%減と3年ぶりに減少したが、それでも14兆6823億円と、2009年の10兆2356億円からは+43%の大幅増となってきた。これから中国が再減速となり、改めて対中輸出が落ち込むと、日本の貿易収支の悪化を通じて円高の歯止め要因となっていく。

ただでさえ日本では昨年の貿易収支が、-1兆6438億円の赤字となった。昨年5月以降は6月と10月を除いて赤字化が定着している。2年スパンのトレンドを示す24カ月移動平均では、昨年5月から赤字基調へと転落してきた。前回は2012年4月から赤字トレンドに移行したが、為替相場のドル/円は約5カ月後の77円台で長期ドル安に歯止めが掛かり、ド

ル高軌道へと転換している。今回もタイムラグを経たドルの下値余地縮小や、緩やかなドル下限切り上がりへの基調変化が注目されやすい。

過去には24カ月移動平均での貿易収支が、2005年4月で黒字増のピークアウトとなった。当時はその前段階の2005年1月でドルが底入れし、2007年6月にかけてドル高トレンドが点火されている。その前では1999年10月で黒字増基調がピークアウトしたが、やはりドル/円は翌11-12月でドルが底入れ反転するという高確率での相関実績が見られてきた。

しかも現在の日本では、中国からの訪日観光客が急増している。昨年は年間の合計で初めて950万人を突破し、各国総計3188万人の3割近くを占めている。今後、中国を含めた外国からの訪日外客が減少していくと、日本の国際収支では旅行・サービス収支の悪化要因となっていく。旅行代金・買い物などでの支払いや両替などに伴う円転需要も減少する。

為替相場への直接的な影響は限定的ながら、過去には訪日外客の合計が前年比で2018年2月の+47.4万人から9月に-12.1万人に減少する場面があった。当時のドル/円は複合要因もあり、104円から113円方向にドル高・円安が進行している。昨年10-12月も台風被害や日韓関係の悪化などで前年比では連続マイナスとなったが、連動する形でドル安・円高の度合いは抑制されている。

為替安定化+短期金利差の開き固定化、ドル妙味

一方で中国での景気減速は過剰生産や過剰在庫、資源需要減退などを通じ、中国での物価下落要因となりやすい。過去には日本に対し、デフレ・円高の圧力が伝播してきた。

しかし2002-2003年のSARS打撃の際は、中国での生産打撃や供給制約のほか、中国当局による内需刺激策や緩和強化などもあって物価は上昇している。CPI（消費者物価指数）前年比でいえば、2002年7月の-0.9%をボトムとして、2003年12月には+3.2%へと切り上がった。現在の中国は豚肉などの食品価格上昇により、CPIは昨年11-12月に+4.5%と跳ね上がっている。今後は供給制約や人民元安圧力などが物価上昇要因となり、中国発のデフレ・円高伝播は制御される可能性がある。

新型肺炎リスクでも日本へのデフレ・円高圧力が抑制されると、改めてドル/円の安定化が支援されやすい。米FRBと日銀の金融政策は当座の様子見が想定されるなか、米国-日本の金利差は僅かであっても、「微妙な金利差の固定化+為替安定化」は相対比較でドルの妙味を引き出していく。

すでに米日の3カ月物金利差は、FRBによる昨年10月末での利下げ打ち止めもあって金利差縮小に歯止めが掛かってきた。当面FF政策金利は1.50－1.75%での長期化が見込まれ、米国の3カ月物金利も同レンジ前後での横這い定着が担保されていく。一方で日銀は短期マイナス金利政策を堅持させており、米日の短期金利差は当面、小幅な開き状態が固定化されそうだ。

今年1月でいえば3カ月物金利の月間最低ベースで、米国－日本の金利差は+1.60%という米優位になった。それに対してドル/円の1月ドル安値は107.65円前後となり、3カ月前にあたる昨年10月のドル高値109.29円前後からは、－1.50%のドル安となっている。それでも為替安定化によってドル安の変動幅が抑制されている分だけ、為替差損を金利差がカバーできる環境となってきた。「米日金利差＋為替変化率」の合算リターンでは、+0.10%と僅かながらドル優位差益になっている。

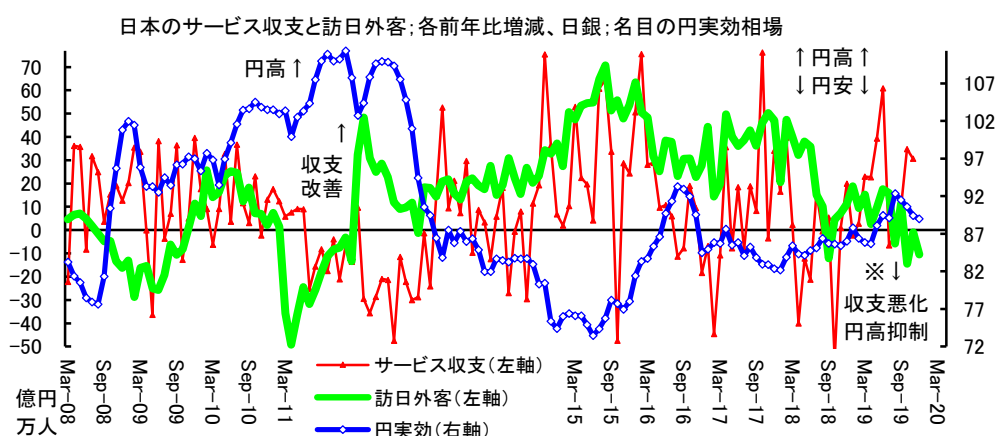
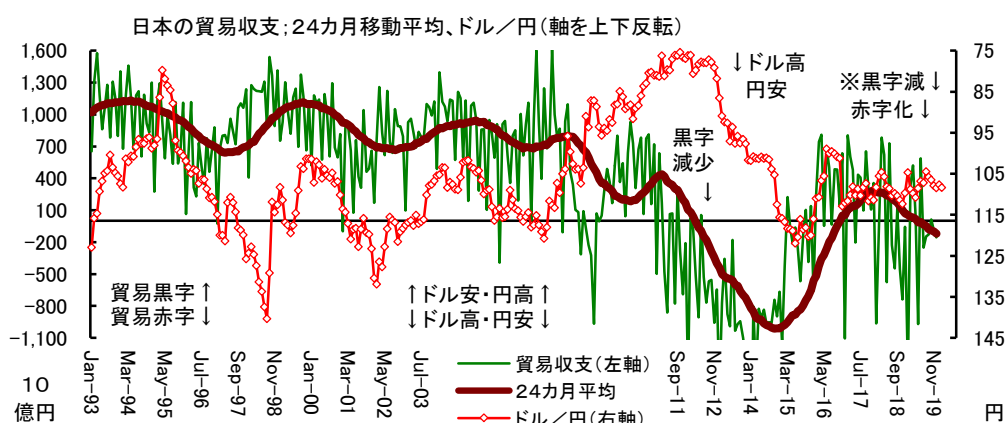
2月も4日時点では、金利差が+1.67%、為替変化率が－1.24%となり、あくまで3カ月スパンでは金利差がドル安差損を帳消しにしている。当面、FRBの金利据え置き長期化もあって、米国－日本の3カ月物金利差は+1.6%から+1.7%前後での固定化が見込まれる。ドル/円は3カ月前比で－1.6%や－

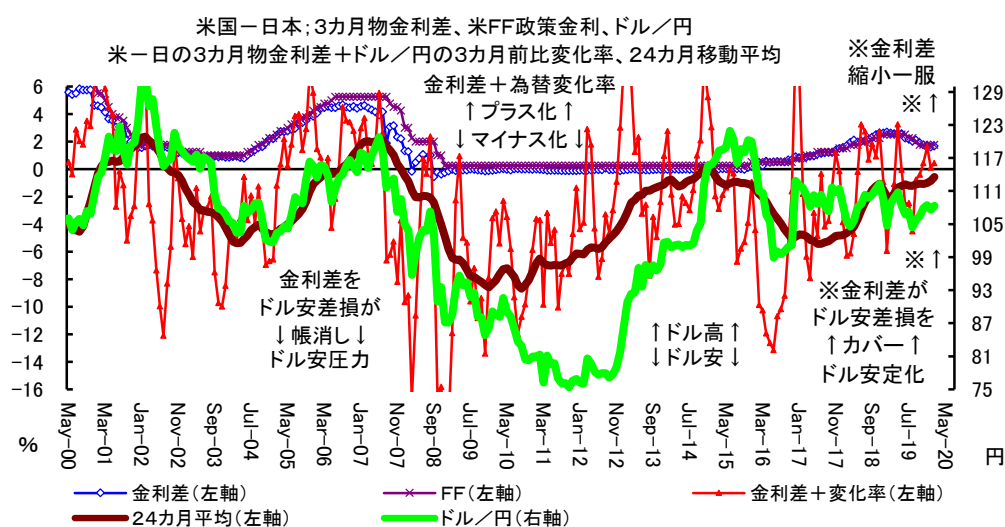
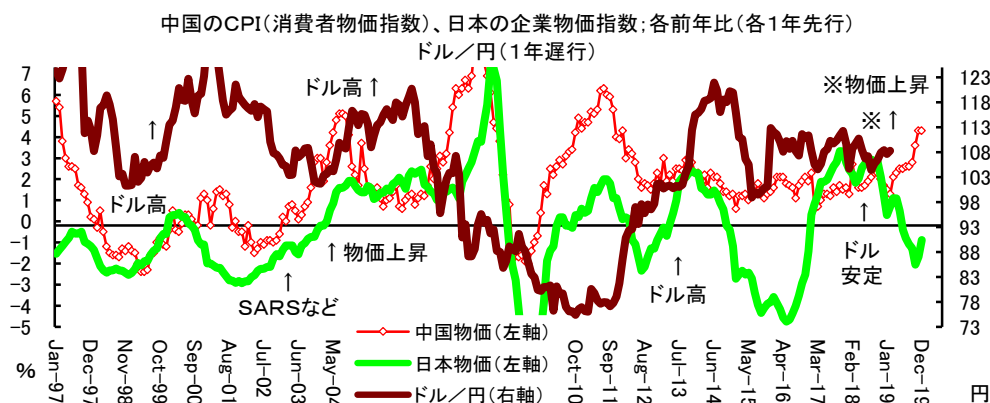
1.7%を超える大幅なドル安が進まない限り、短期ドル保有で僅かな金利収入が継続確保されやすくなってきた。

例えば2月の現状のドル月間安値は108.31円前後となっているが、－1.6%のドル安が106.58円前後、－1.7%のドル安が106.47円前後となっている。1月はイラン緊張や肺炎懸念などに見舞われながらも、月間ドル安値は107.65円前後で踏みとどまっており、「金利差を帳消しにするドル安」についてはリスク度合いが軽減されつつある。

同時に先行きドルが下限を切り上げていけば、僅かながら金利差に為替差益が上乗せされていく。現在はドルの押し目買い需要が根強く、短期的なドル急落局面があってもすぐに反発するため、「金利差見合いでのドル安差損」が解消されるドル高レベルまで、ドルを保有し続ける猶予環境も整備されてきた（ドル見切り売りの我慢）。

この3カ月物での「米日金利差＋為替変化率」の合算リターンについては、24カ月移動平均でマイナス幅縮小とプラス方向の軌道へと移行している。長期トレンドとしてのドル保有の優位性を示唆するもので、過去には緩やかなドル高・円安基調が連動支援されてきた実績を有している。





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、複製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。