

米債利払いでも円転限定、円高緩和示唆

海外低金利や売上減で所得収支悪化、貿易収支は赤字

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

2020/2/21

ドル/円では2月中旬にかけて、「年度末決算前の米国債償還と利払い」という季節的な円高材料があったが、円転は限定的となった。日本企業による決算対策を含めた海外収益の円転需要の減退を示唆するもので、過去に期末前の2月にドル高・円安が進んだ年には、最低でも4-5月、多くの例では年末にかけてドル高が進むパターンが見られている。現在は海外の低金利や海外拠点・買収企業の売上減などで所得収支が悪化してきたほか、貿易収支の赤字化や対外証券投資の増加で「需給円高」の構図が薄れている。

人口減、国際収支悪化と資本流出要因に

「先進国における高齢化が、国際的な収益率や資本移動、富と厚生に与える影響について、OECD加盟国を対象にモデル計測したところ、他国に比べて高齢化の速度が相対的に早い場合、資本は対外に流出しやすい」、「若年層と老年層のいずれへの人口分布の偏りも（日本の場合は老年層）、貯蓄率の低下を通じて国際収支に影響を与えることが実証的に確認される」――。

内閣府は今年2月、『人口減少時代の持続的な成長に向けて』と題する分析レポートを取りまとめた。その中では「成熟した債権国にさしかかっている日本の国際収支は、人口減少、とりわけ生産年齢人口が総人口よりも先に減少する下で、どのように変遷する可能性があるか」という国家課題に関し、このような海外経済学者の過去研究を紹介している。間接的に先行きの国際収支悪化と資本流出増加の可能性を示唆するとともに、対外証券投資の拡大を通じた運用収益向上の重要性に言及している。

すでに日本では人口減が進み、2015年には75歳以上の人口が14歳以下を初めて上回るという、日本の歴史上で重要な分岐点があった。その前後から為替相場では複合要因はあるものの、貿易収支の悪化や対外証券投資の拡大などもあり、円高圧力が減退している。かたや米国では人口の増加ペースこそ鈍化してきたものの、人口の増加自体は維持させたまま。こうした人口動態は先行き国際収支に影響を与えることもあり、底流部分でドルの底堅さと円高抑制の一因になっている可能性は無視できない。

国際収支と為替相場の関係でいえば、短期的に3月の年度末決算に向けた日本企業による海外収益の円転（本国送金＝リパトリエーション）が焦点になってきた。期末円転需要の先行指標としては、毎年2月中旬にかけて集中する米国債の満期償還とクーポン利払い、それに伴う国内勢による円転・ドル売

りの動向がある。便乗的な投機仕掛けを含めて、年中行事的な円高材料となってきた。

しかし今年の場合、新型肺炎によるリスク回避の円高材料などがあっても、20日までにドル安・円高は限定的となり、むしろドル高・円安が加速されている。日本国内での超低金利や運用難もあって、根強いドル資金の現地滞留や再投資が示唆されているほか、海外での金利低下などによる所得収支（利子所得など）の黒字減少や、3月の年度末決算に向けた様々な円転需要「減退」の先行シグナルとして注目されるものだ。

過去実績として年度末決算が接近する2月にドル高・円安が進むケースでは、底流部分での円転需要の抑制が示され、最低でも4-5月、多くのケースでは年末にかけてドル高が進むパターンが目立ってきた。

1995年から2019年までの過去25年でいえば、前年12月末のドル/円レートに対し、2月末時点でドル高に振れたケースは13回ある。そのうち年初のドル水準を年末値が上回ったのは、計8回と6割以上に及んでいる。しかも残り5回のうち4回は、昨年を含めて4-5月までドル高が進行してきた。今年は年初の開始が108.59円前後となっており、上下動を経ながらも同水準の上抜け維持が注目されやすい。

海外の現法や買収企業の売上減、所得収支悪化

今年度の場合、3月の「リパトリ円高」を抑制するのが、日本の貿易赤字拡大だ。最新1月は貿易摩擦と世界減速の余波、中国の春節前要因などもあり、-1兆3126億円の大幅赤字となっている。今年度の4月以降の累計では、-2.4兆円の赤字となってきた。3月末に向けた決算対策としては、国内輸出企業によるドル売り手当てよりも、輸入企業によるドル買い手当てのほうが優勢になる可能性がある。

しかも今年度の日本では、機関投資家などによる対外証券投資が拡大してきた。同じ1月には海外の株式と中長期債の投資合計が、ネット-2兆3748億円の流出超過（買い越し）となっている。貿易収支の赤字と合計すると、1月の1カ月だけで-3兆6874億円という大幅な収支赤字となっている。

双方の合算は昨年4月以降の累計で、1月までに-17.4兆円の赤字となってきた。昨年1月時の-20.4兆円に近い大幅赤字であり、あくまで為替需給面では昨年2-4月のような緩やかなドル高余地を秘めている。いずれにせよ、1990年代以降の長期円高の一因である貿易黒字の拡大と、貿易黒字の対外資本還流の滞り（リスク忌避やホームカントリーバ

イアスなど) という構図は様変わりしてきた。

昨年度との国際収支面での比較では、所得収支の黒字増が鈍化している。昨年度比で世界景気が減速しており、海外の現地法人や、買収した海外傘下企業の売上収入が減少してきた。連動する形で所得収支に含まれる海外からの投資収益や配当の黒字減につながりやすい。同時に海外での金利再低下もまた、所得収支の中の利子収入の目減りにつながっていく。

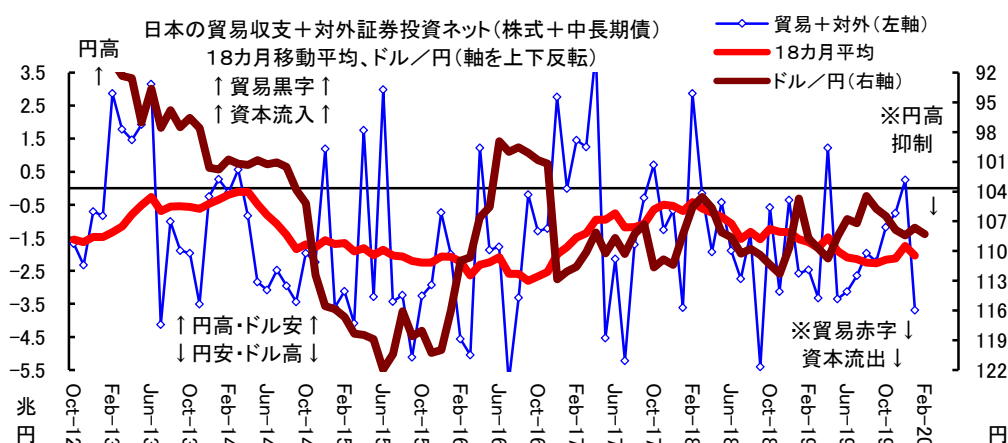
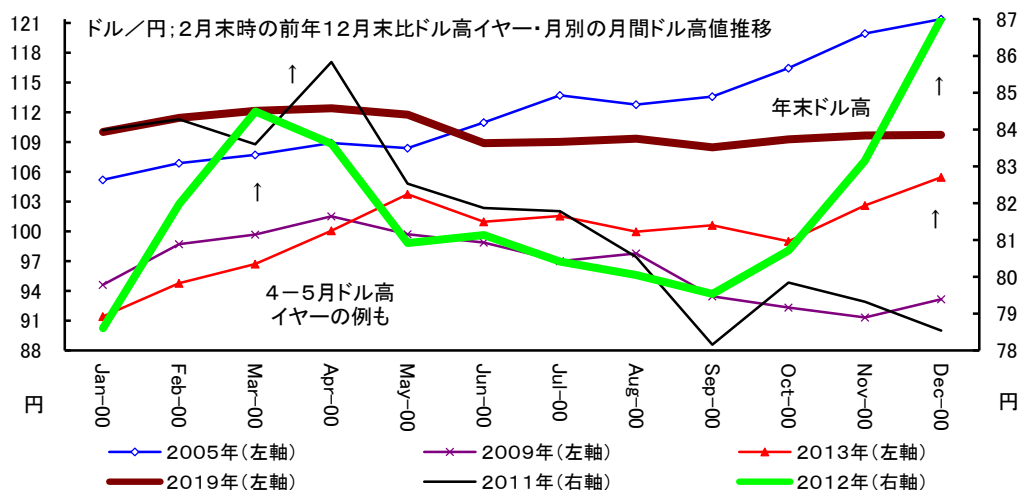
すでに日本の第一次所得収支では、昨年10月に前年比-2823億円、12月に-87円億円と前年比での黒字減が目立ち始めた。世界減速に連動する形で、2017年7月の+4276億円を直近最高として黒字増の勢いが鈍化している。しかも海外売上所得収支反映にはタイムラグがあり、世界減速による黒字減は新型肺炎打撃とあいまって、先行き所得収支を一段と悪化させていく。

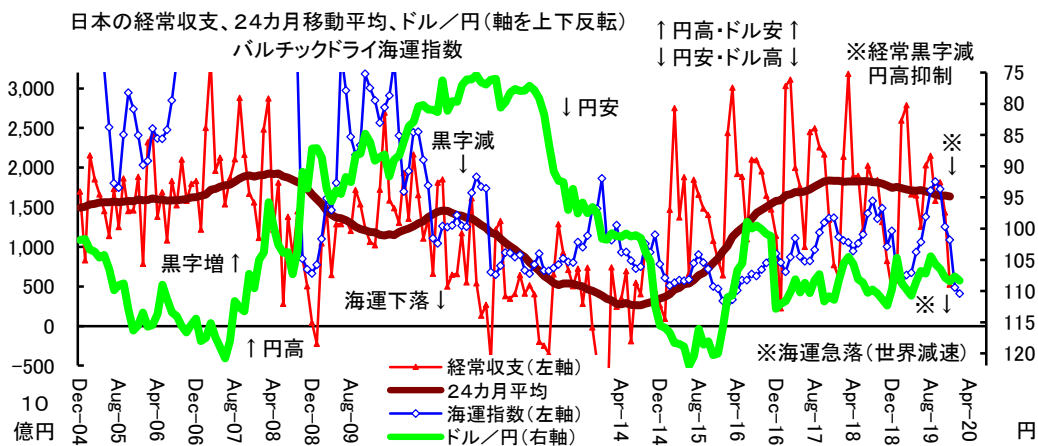
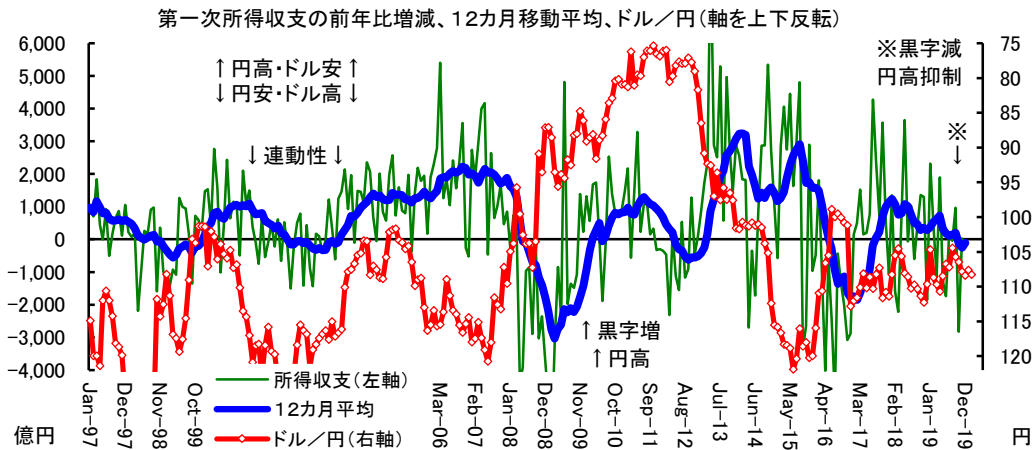
実際、前回の世界減速時である2015年以降には、所得収支・前年比増減の12カ月移動平均が2016年6月から前年比黒字減へと遅行転落した。連動する

形でドル/円は、2015年からのドル安が底入れ反転となっている。その前では2012年5月から黒字減へと基調が悪化したたが、ドル/円は4カ月後の同年9月でドルが底入れ上昇になるという相関実績が見られている。

そもそも日本の経常収支や所得収支は、日本企業の輸出や海外売上高を左右する世界景気と密接な相関性を有している。その点で世界景気に先行性のあるバルチックドライ海運指数などとも、一定の相関性を有してきた。

最近の海運指数については昨年9月の2518を直近最高として、先行反落へと転換。2月10日には411と-83%もの崩落となり、2016年3月以来の安値を更新した。10日以降は一旦の底入れ機運が見られるものの、経常収支や所得収支は遅行指標だ。先行き改めて世界減速による両収支の悪化と、為替相場での需給円高の歯止め、ひいては緩やかな円安の要因となる潜在余地を秘めている。





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。