

短観輸出11年ぶり大幅下方修正、円高緩和

ドル売り予約減、所得収支悪化・貸出増・株高も円転抑制

2020/7/10

6月の日銀短観では全規模全産業での輸出額・年度計画が、3月比で-7.4兆円もの下方修正となった。6月短観としては11年ぶりの大幅減であり、為替相場では輸出企業によるドル売り・円買い予約のペース減退や、絶対的な円転規模の縮小を通じた円高緩和要因となる。さらに海外売上急減などで海外からの円転送金に係る経常収支の所得収支も悪化してきたほか、国内での貸出急増や株価の底堅さがバッファーとなる形で、海外資産・収益の取り崩しや損切りなどによる円転回帰（リパトリエーション円高）の切迫感と圧力も抑制されている。

輸出計画の下方修正、ドル売り予約ペース減退に

「日本の政界では安倍晋三首相（自民党総裁）の来年9月4選が難しくなりつつあるなか、ポスト安倍が本格的に注目され始めた。次期首相候補は未曾有の大量発行を受けた日本国債について、『信託を維持出来る顔となり得るか』という点でも国内外から厳しい目が注がれることになる」――。

ある官邸周辺筋はこのような指摘を行う。すでに安倍政権ではコロナ対策としての大規模な財政出動により、7月からは新規国債の増発が見込まれている。同時に足元では毎年定着してきた大雨などの自然災害への予算対応や、来年には東京五輪の中止リスクといった財政問題が覆いかぶさっている。ポスト安倍候補には国債の円滑消化や財政再建のほか、日銀との一段の協調強化や、税収拡大のための成長戦略と人口減対策の増強といった難題が重くのしかかることになりそうだ。

すでに米格付け機関のS&Pは6月9日、コロナ対策の第2次補正予算を受けて日本の財政安定化が後退するとし、日本国債の格付け見通しを「ポジティブ」から「安定的」に引き下げた。直後に同社のシニア・ディレクターはブルームバーグに対して、「日本国債の格下げで最も可能性のある理由は、現在の経済成長トレンドから急激に鈍化すること」、「大幅な政策変更や大規模な自然災害の進展により、近い将来、成長トレンドが急激に低下すると見なした場合にも、格付けを引き下げることがある」といった警告を発している。為替相場では、潜在的な悪い円安の地雷材料となるものだ。

それでも現状時点では世界的な感染2波警戒などにより、リスク回避の円高圧力や円高予測が根強い。その中であって需給面で過度な円高を抑制するのが、日本の輸出の一段の下振れ見通しだ。

最新6月の日銀短観によると、全規模全産業ベースの輸出額・年度計画は96兆0877億円となった。3

月短観時の103兆4912億円からは-7.4兆円の下方修正となっている。同じ6月の短観では、2009年6月の-13.7兆円以来、11年ぶりの大幅マイナスとなっている。

過去実績として「当初計画比での輸出の大幅下振れ」は、為替相場で国内輸出企業によるドル売り・円買い予約のペース減退につながるほか、絶対的な円転規模の縮小を通じ、円高抑制や時間差を経たドル高・円安の一因となるパターンが観測されてきた。

最近では2015年の3月短観で、輸出額計画の前回調査比-6.2兆円という下方修正があった。当時のドル/円は複合要因が重なったものの、同月のドル安値118円台から同年6-8月には125円超え方向へとドル高・円安が進行している。

リーマン・ショック後では、2009年6月に-13.7兆円という大幅な下方修正があった。当時は金融経済危機の打撃の大きさなどもあり、その後もドル安・円高基調が続いたが、時間差を経た5カ月後の同年11月の84円台で一旦のドル底入れへと移行。その後は6カ月後となる2010年5月の95円接近まで、ドルの遅行反発が観測されている。

貸出急増と株底堅さ、リパトリ円高の切迫感制御

しかも6月短観では輸出計画の「年度下期」が、3月調査比で-6.2兆円、前年同期の調査比で-5.8兆円の大幅減少となっている。2010年以来の大幅な下振れとなるものだ。年度下期の輸出減額見通しの高まりもまた、現状段階からの輸出企業によるドル売り予約の前のめり（リーズ）減退や、ドルの安値売りの手控えなどを通じ、ドル押し下げ（円押し上げ）圧力の緩和要因となりやすい。

同時に今年6月短観での輸出年度計画である96兆円という金額は、2010年3月の96兆円以来という低水準になってきた。2014年12月の114兆円をピークとして、日本の輸出金額は海外現地生産化などで減少傾向にある。

過去の短観では、2008年9月に134兆円、2007年9月に124兆円といった輸出計画額の急増があった。輸出企業による円転・ドル売り需要の累増が、その後に1ドル=100円割れや80円割れといった円高・ドル安を加速させる一因となっている。ひるがえって今年6月短観で輸出計画額は2018年のピーク比で-38兆円、-28%の大幅減少となってきた。連動する形で過去比での需給面での円高エネルギー減退と、ドル安・円高の先行き値幅余地の狭まりが意識されやすい。現在は輸出減と同時に、対外証券投資の増加といった資本流出も拡大傾向にある（ドル

などの外貨買いと円売り要因)。

円相場の需給に関する経常収支では、輸出減と貿易赤字化と同時に、所得収支の黒字増加も一服となってきた。現在はコロナ打撃により、日本の海外現地法人や海外の買収企業ともに売上が急減している。先行き国内への利益・配当などの送金減少につながり、所得収支の黒字を削減させていく。

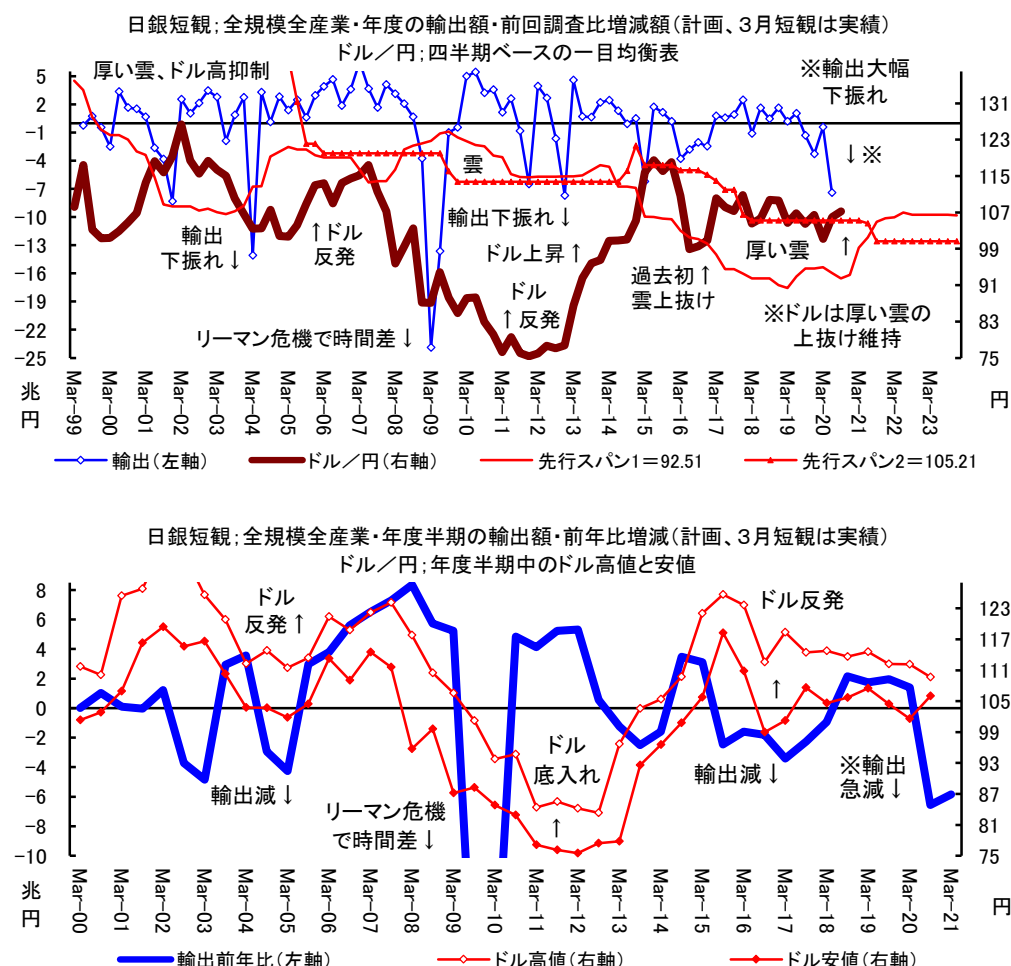
さらに現在は米FRBが実質ゼロ金利政策の長期化方針を示すなど、世界各国で超低金利が常態化してきた。日本の所得収支では、利子所得の黒字が長期減少となる可能性を秘めている。

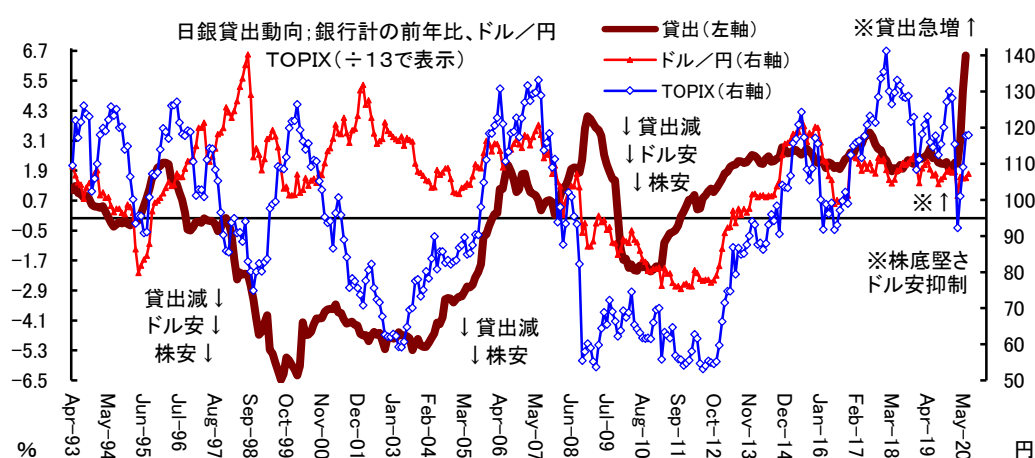
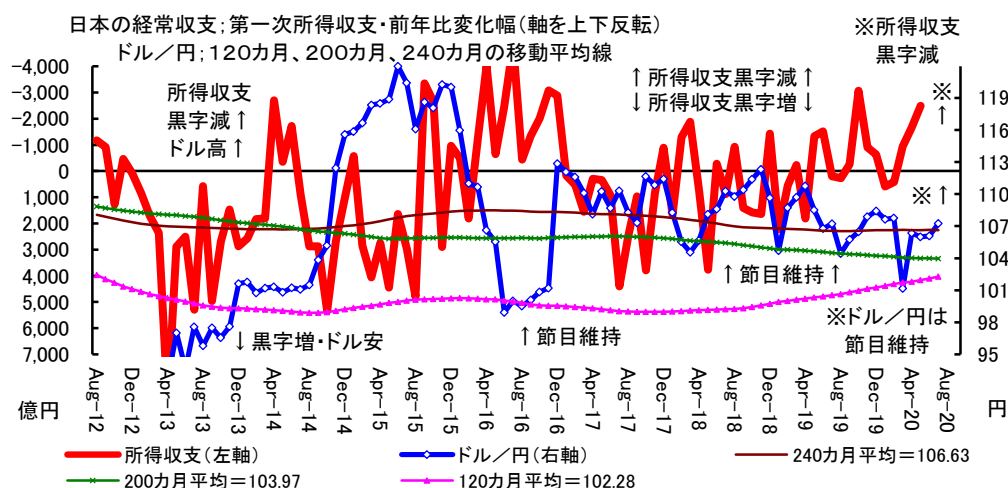
すでに日本の所得収支は前年比増減で、2017年7月の+4399億円を直近最高として黒字増ペースが鈍化している。最近では今年4月が前年比-1664億円減、5月が-2489億円減となり、昨年9月からは前年比黒字減のトレンドへと移行してきた。最近では2014年から2015年にかけて観測された収支の基調悪化だが、当時のドル/円は100円前後から125円超えへとドル高・円安が進展した実績を有している。

その他、過去の金融経済危機との比較でいえば、現在は国内での貸出急増や日本株の底堅さがリスク回避激化の防波堤になってきた。日本の企業や金融機関のコロナ打撃は深刻とはいえ、国内での損失穴埋めや資金繰り対策、債務返済、海外での損失食い止めなどに向けた、海外の資産・収益の取り崩しや損切り、それを踏まえた円転回帰（リパトリエーションの円高）の切迫感と圧力が抑制されている。

日銀の貸出動向によると6月に銀行計の貸出は前年比+6.5%となり、昨年12月の+1.9%をボトムに急増となってきた（5月は+5.1%）。1992年の統計開始以降で最高の伸び率になっている。

コロナ打撃対策としての緊急貸出が含まれているとはいえ、現状は日銀の超緩和策が貸出急増へと実際の政策効果を発揮している。1990年代から2003年までのような貸し渋りや貸し剥がし、信用収縮は顕在化しておらず、経済危機の信用不安波及と不良債権増大、リパトリ円高の加速と円高・株安・デフレといった負のスパイラルは水際阻止されている。





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。