

円転減少、3 月期末にかけて円高制御

経常黒字減、供給網・環境での現地再投資、国内余資増

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/12/27 (月)

為替相場では日本企業による円転が減少傾向にあり、3 月の決算対策に向けて円高が制御される。経常収支は輸出減と輸入増、海外拠点の売上減など黒字が減少しており、今年度 4-10 月時点の黒字累計は昨年に続いて 2014 年以來の低水準になってきた。昨年、14 年とも翌年 1-3 月はドル高・円安が進行している。さらに海外での供給網再構築や環境対策などでの現地再投資、企業の現預金急増と余剰資金増、来年の米利上げに向けた保有ドル資金の重み、米国債の価格底堅さによる外債投資の差損回避などが、国内への円転回帰を抑制させる。

4-10 月時の経常黒字減、過去は年度末に円安

「世界的に気候変動対策と再生エネルギーへのシフトが強化されるなか、日本では震災後の原発稼働停止もあり、欧米諸国と比較して化石燃料による火力発電の割合が高い。また、日本の産業用電気料金は世界の主要国の中でも高水準にあり、再生可能エネルギーから生み出されるものに限ればさらに割高となる」。

「このような状況が続けば、これまで人件費や為替変動リスクを削減する観点からグローバルに地産地消を進めてきた日本企業が、(今後は) 電力にかかるコストと調達可能量の制約を避ける観点から、工場等の海外移転を加速させる可能性がある」――。

日銀の鈴木人司審議委員は 2 日、このように空洞化の再加速に警告を発している。最近でもトヨタが 6 日、米ノースカロライナ州に車載用電池の工場を建設すると発表するなど、日本企業による設備投資や将来投資は「国内よりも海外」という潮流に変わりはない。

日本企業による海外移転の持続的な拡大は、国内からの輸出減や海外売上上の現地再投資(=本国送金減少)などを通じて、為替相場では円転の抑制要因となる。経常収支では輸出減が貿易収支の悪化、本国送金の減少が所得収支の悪化要因となるものだ。

すでに日本の経常収支は、黒字が減少傾向にある。今年度は 4-10 月時点の 7 カ月累計が +9.19 兆円となり、コロナ危機前である 2019 年同期の +11.55 兆円や、直近最高である 2017 年同期の +14.24 兆円から減少してきた。昨年 2020 年同期の +7.68 兆円に続き、2014 年同期の +3.77 兆円以来という低水準になっている。4-10 月時点での経常黒字減少は、日本企業による翌年 3 月の年度末に向けた「決算対策としての円転需要と円高圧力」を抑制させていく。

実際に昨年の場合、ドル/円は月間ドル安値ベースで 12 月の 102 円台から、翌年の今年 3 月には 106

円超えと +6 円以上のドル高・円安が進行した。2014 年も 12 月の 115 円台から、翌 2015 年 3 月には 118 円超えと +2.8 円前後のドル高実績が見られている。

その他、今年 4-10 月累計の +9.19 兆円に近い 2009 年時の +9.02 兆円の場合、リーマン危機直後にもかかわらず、12 月の 86 円台から翌年 3 月には 88 円台へとドルの下限が切り上がっていた。

日本企業によるコロナ危機後も変わらない「国内よりも海外への投資重視」は、経済産業省による鉱工業出荷でも確認されている。設備投資に先行する資本財出荷(除く輸送機械)は、10 月に「輸出向け」が前年比 +29.6% の大幅増となった。それに対して「国内向け」は、+1.0% と伸び悩んでいる。結果、「輸出向け-国内向け」の前年比格差は +28.6% の輸出優位となっている。

資本財出荷での輸出優位は、日本企業による海外向け設備投資や生産拠点の海外移転と明確な相関性を有してきた。その意味でドル/円では、ドル高・円安の要因となりやすい。最近では 2017 年 11 月に +24.0% という、大幅な輸出向け優位となった。その前後でドル/円は、108 円から 114 円方向へとドル高が進んでいる。

外債投資は収益安定、損切りやヘッジなど制御

もちろん、日本企業による輸出向け資本財出荷の増加は、世界経済の一定の回復やリスクテイクの局面で発生するため、ドル高・円安が支援される側面もある。

一方で現在の場合、日本企業による海外向け設備投資の増加については、1) コロナ教訓や米中の新冷戦などを受けた供給網(サプライチェーン)再構築と国際分散の再強化、2) 供給・輸送制約の教訓を受けた地産地消の一段の地域集約化、3) 環境規制と資源規制への対応強化――といった構造要因がある。こうした変革への対応として、海外売上上の海外現地での再投資と日本への本国送金の抑制(=円転減少)が後押しされやすい。

また、現在の日本企業は国内外で現預金が積み上がってきた。それに対して国内での設備投資や賃上げ、正規社員の採用拡大などのペースは鈍く、企業は余剰資金を抱えた状態にある。無理に海外の資産を取り崩したり、海外の利益を日本国内に円転送金させる切迫感は限定的だ。

最新 12 月の日銀短観では、大企業全産業の年度計画で経常利益が前年度比 +34.7% の 38.29 兆円と大幅増になった。かたや設備投資額は +11.3%、28.66 兆円と伸び悩んでおり、格差で +9.63 兆円の利益上

振れとなっている。9月の+4.43兆円や直近最低である昨年12月の-4.77兆円からは、大幅な経常利益の上方乖離となってきた。2019年3月以来のプラス幅を回復しており、良くも悪くも余剰資金が退蔵されている。

日銀の資金循環でも日本企業（民間非金融法人）によるストックの資産では、現金・預金が7-9月に321兆円と過去最高を更新した。過去の円高局面である2011年末の187兆円からは、+134兆円もの急増となっている。国内での資金余裕が、海外からの本国送金と円転の必要性を弱めていく。

しかも来年にかけては、米国でFRBが量的緩和の縮小や利上げ準備を進めている。米国内外の企業や金融機関は、「ドルの調達・借入コスト上昇」に直面していく。日本企業はグローバル展開を拡大・定着させる中で、ドル資金の確保やドル調達は重要性を増しており、現在、海外拠点で保有しているドルは「ドルのままの確保」が重みを増す。米利上げによるドル金利の先行き上昇もまた、保有ドルのドル状態での金利妙味と、円転の意味合い低下につながる。

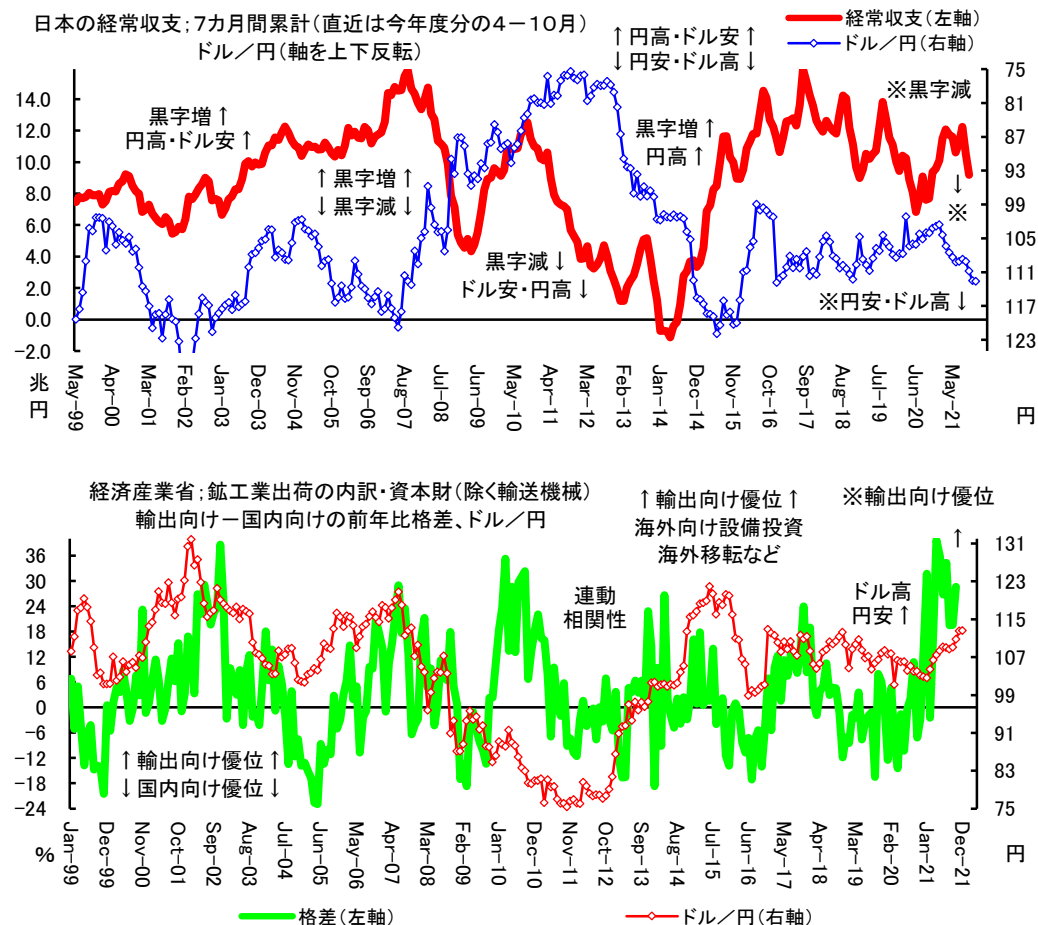
その他、国内勢による来年3月決算に向けた円買い・ドル売りを抑制する要因としては、米国債の価格面での底堅さがある。米10年債金利自体は11月後半以降、低下と上げ渋り傾向にあるが、裏表で米債価格は強含み傾向にある。

同時進行でドル/円ではドル高・円安基調が持続したままだ。国内の機関投資家からすると、外債投資

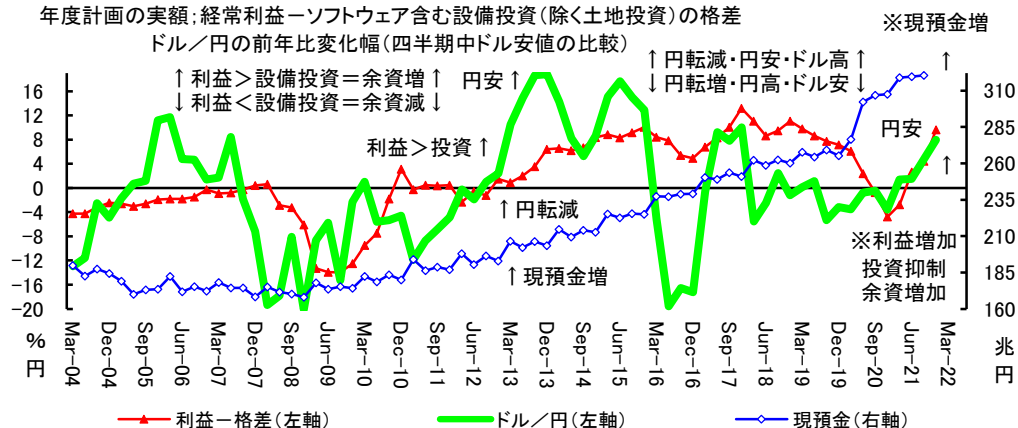
と保有米債では「円建て米国債価格」の面でプラス収益や差損回避が保たれている。来年3月の決算期末にかけては、一定の利益確保やヘッジ修正によるドル売り・円買い発生の余地はあるものの、過去のドル安・円高時のような損失拡大と損切り、損失食い止めのヘッジ対応などによる「狼狽的な米国債売り」とドル売り・円買い」といったリスクは抑制される。逆に投資収益の改善基調は、来年1-3月に新規の米国債投資を増加させる余地もある。

米国債の価格面で参考になる米30年債先物リターン指数（S&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index）の「円建て」でいえば、12月23日時点で前年度末（今年3月末）からの騰落率が+10.6%と大幅プラスになっている。12月時点での2桁プラスは、2014年12月の+29.5%以来となるものだ。当時はプラス収益による余裕が、翌年3月の決算対策に向けた米債売りとドル売りを制御。ドル/円は月間ドル安値ベースで、12月の115円台から翌年3月は118円台に底上げされていた。

その前では2012年12月に+13.1%という、現在と近い2桁プラス成績があった。当時のドル/円も12月の81円台から、翌年3月には92円台に底上げされている。1980年代以降にさかのぼると、「12月時点での3月末比2桁プラス成績」は11回という実績があった。そのうち9回という80%以上の高確率で、12月の月間ドル安値から、翌年3月の年度末にはドルの安値が切り上がっている。

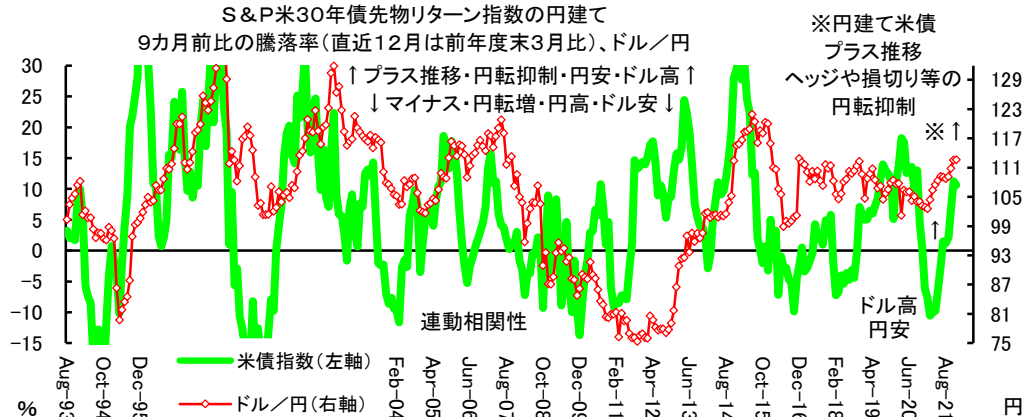


日銀資金循環;民間非金融法人企業の現金・預金、日銀短観;大企業全産業
 年度計画の実額;経常利益-ソフトウェア含む設備投資(除く土地投資)の格差
 ドル/円の前年比変化幅(四半期中ドル安値の比較)



S&P米30年債先物リターン指数の円建て

9カ月前比の騰落率(直近12月は前年度末3月比)、ドル/円



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。