

経常収支、貿易に続き所得収支も悪化懸念

海外の売上減・コスト負担増や世界分断化など

2022/4/11 (月)

日本の経常収支は貿易収支に続き、所得収支も悪化が懸念される。すでに最新 2 月は第一次所得収支の黒字が 3 カ月連続で前年同月より減少してきた。所得収支は海外拠点や海外資産の利益・配当・利子等が反映されるが、先行き世界経済の減速や世界分断化による海外現地での売上減、海外での各種コスト負担増に伴う国内還流分の目減り、コロナ打撃や新冷戦による海外進出と外国企業の買収一服などが所得収支の黒字減要因として注視される。すでに日本企業の海外収益は、現地での滞留と再投資が増加傾向にもある。

所得収支の黒字、3 月連続で前年比減

「日本における国内需要の回復ペースは、一次産品価格の上昇とウクライナ紛争に関連した不確実性の高まりによって鈍化するだろう。欧州において予想される減速を主な理由として、外需も地政学的緊張の影響を受ける」——IMF は 6 日、日本経済に関する年次審査報告書でこのような懸念を示しながら、2022 年の日本の実質 GDP 成長率を下方修正させた。

すでに現在の日本ではこうした成長下振れリスクと、連動した日銀の金利上昇抑制策の堅持、経常収支の悪化などにより、為替相場場で円安に見舞われている。IMF が改めて指摘した一次産品価格の上昇は輸入増の持続、外需減速懸念は輸出の抑制となり、経常収支悪化の定着と一段の円安余地をはらんでいる。

しかも日本の経常収支では貿易収支の赤字転落に続き、先行き所得収支も悪化が懸念され始めた。8 日の 2 月経常収支では、所得収支の中心であり、海外の拠点・買収企業・資産などから派生する利益・配当・利子等を示す第一次所得収支が、+2 兆 2745 億円と一定のネット黒字額は維持させた。しかし、前年同月比では-2876 億円の黒字減となっている。

最近では昨年 12 月以降、3 カ月連続で前年比の黒字減となっている。所得収支の黒字額自体も、昨年 2 月の+2 兆 5530 億円が直近最高となる形で頭打ちに転じており、財務省では黒字減について「直接投資収益が黒字幅を縮小した」と説明している。

これまで所得収支の黒字増については、リーマン・ショック以降の日本企業による海外移転や外国企業買収の増加などが源泉となってきた。しかし、今後の世界経済は、戦争打撃や各種物価高騰、米国などでの金融引き締めと金利上昇、コロナ打撃に対応した各国財政出動の剥落などにより、先行き成長鈍化が警戒されている。連動する形で海外の現地法

人や買収企業などについては、売上減少が懸念される。ロシア・中国の脅威増大と世界経済の分断化、ブロック化の流れもまた、世界トータルでの海外部門の売上を縮小させるリスクをはらむ。

所得収支の先行き黒字減リスクは、貿易収支の赤字化とあいまって円安要因となるものだ。ただでさえ、今年 3 月の日本企業による年度末決算では、季節的な「海外収益の日本送金による円高」が大きく減退していた。

海外収益の円転減退については、1) 海外の現地法人や買収企業なども各種コスト高騰に見舞われており、現地での支払い増加と日本への送金減につながっている、2) コロナ教訓や中国・ロシアの脅威増大などで、改めて活動拠点の国際分散化の重要性が高まっている（現地での設備強靱化や人員確保などでの再投資増加）、3) 国内外での資源高騰やロシア経済制裁、FRB 金融引き締めなどで、ドルの保有価値が高まっている（原油などの資源決済はドル建てが中心。ロシアなどはドル調達に苦慮）——といった要因がある。

ドル/円や円債金利、長期上限ラインの上抜け焦点

FRB による利上げと量的引き締めは、グローバル化を進める日本の企業や金融機関にとっても、先行き「ドル調達コストの上昇」や「ドル不足」に直面する可能性がある。海外で稼いだドルは、貴重な手元資金として重要性を増していく。

同時にドル金利の上昇は海外で稼いだドル収益の利息増加となり、ドル滞留の妙味も増してきた。何より日本国内では企業による現預金滞留や日銀による超金融緩和が持続しており、現在もカネ余りと余裕資金の積み上がりが続いた状態だ（資金余剰）。新規の設備投資や更新もまた、海外重視が続いている。

こうした複合要因もあり、所得収支に含まれる「海外で稼いだ利益・配当・利子等」に関しては、海外現地などでのドルのままの滞留・確保の重要性が高まっている。反対に円転で国内に戻す必要性や切迫感は薄れてきた。

すでに為替相場でのドル/円は米日金利差の拡大だけでなく、日本勢によるドル売り・円買いの減退という為替需給が反映される形で、月間ベースでは月初値よりも月末値のほうが高ドル高優勢となる傾向が目立ち始めた（月末値—月初値のプラス化）。月足ローソク足チャートでは、ドルの地合い好転を示す「陽線引け」を意味するものだ。最近では昨年 8 月から今年 3 月までの 8 カ月間のうち、6 カ月が月足での陽線となっている。

この「月末値－月初値」の月間変化幅は、長期トレンドを示す 72 カ月（6 年）移動平均でも、今年 2 月からはドル高優位のプラス方向に基調転換となってきた。1990 年代以降のドル高局面では、この 6 年平均でのプラス基調（ドル高優位の陽線）が頭打ちから減速方向に転じたあと、ドル/円はドル高トレンドの終焉からドル反落へと転じている。

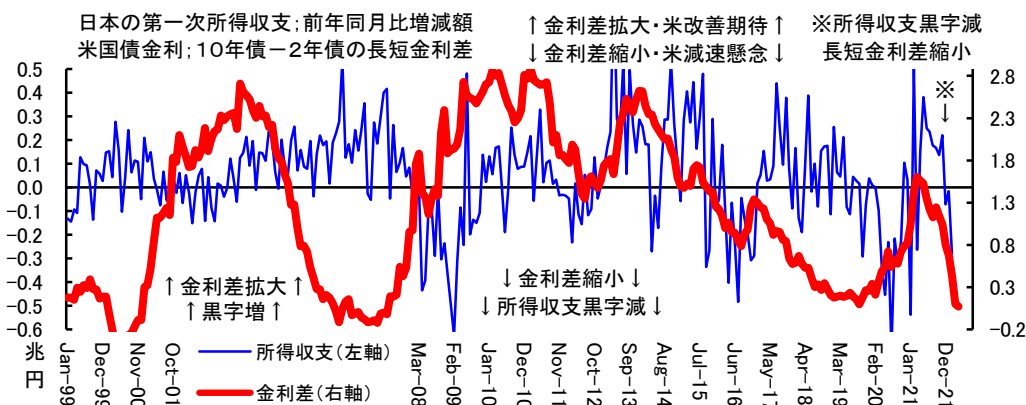
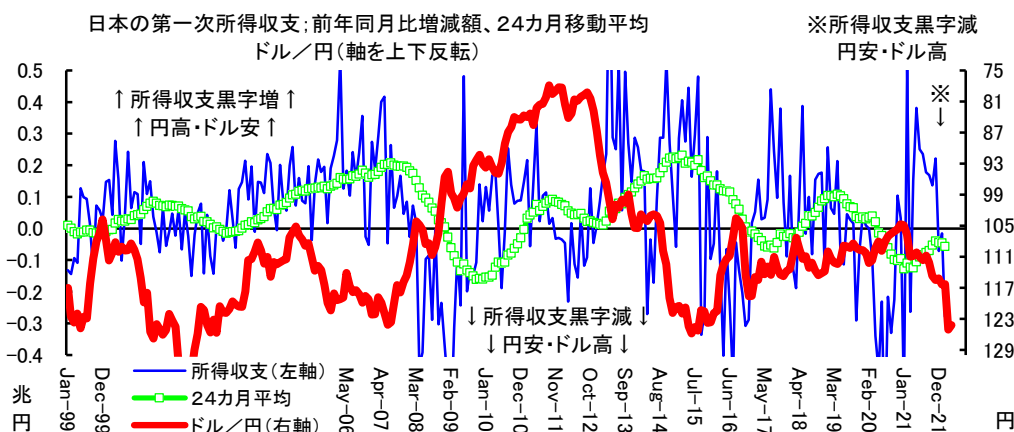
その点、今回は今年 2 月からプラス化となったばかりだ。プラス幅拡大方向のモメンタムは維持されており、ドル高余地の残存が示唆されている。何よりドル/円は長期テクニカルとして、2015 年以降の強力なドル上値抵抗線となってきた 385 カ月移動平均線（4 月 8 日時点では 110.28 円前後）を昨年 9－10 月から上抜け突破してきた。一段の上値余地の広がりという可能性が残されている。

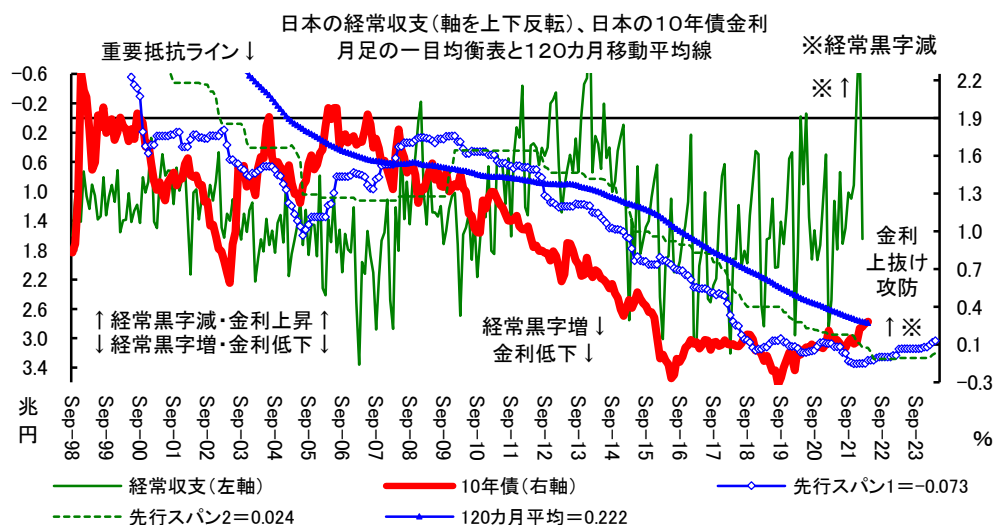
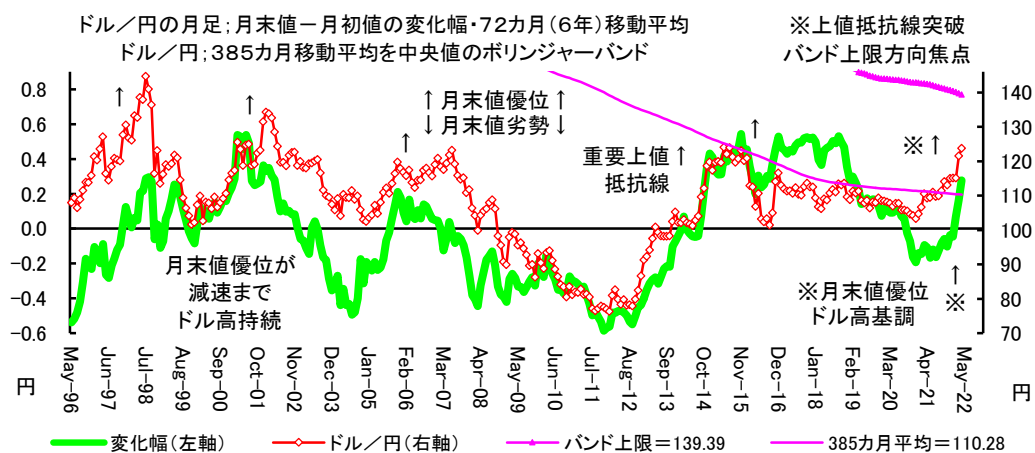
一方、日本での貿易収支の悪化に続く所得収支の黒字減リスクは、先行き経常黒字の減少要因となるものだ。日本での財政赤字拡大や人口急減、高齢化に伴う社会保障費の膨張などとあいまって、潜在的

に国債金利の上昇リスクが警戒される（日本国債＝円債の価格は下落）。

円債金利の上昇は、円高要因にもなり得る。しかし、3 月以降は日銀による金利上昇の抑制策もあるが、微妙な円債金利上昇が「円債価格の下落と円安」という連動相関性をもたらしている。中長期スパンで、円債安（悪い金利上昇）と円安の潜在リスクは無視できない。

日本の 10 年債金利の月足テクニカルでは、日銀の金利上昇抑制策でも、2008 年以降の重要な上限抵抗ラインである 120 カ月（10 年）移動平均線の上抜け攻防に直面している（4 月 8 日時点では 0.222% 前後）。すでに 1 月からは同じく 2008－2010 年から強力な上限抵抗ラインとなってきた月足・一目均衡表の先行スパン・雲下限と上限を上抜け突破してきた。現在は世界的に国債価格の長期上昇（金利は低下）トレンド一服が焦点となっており、先行き日銀の政策効力減退や政策修正、それに伴う円債金利の上昇波乱は無視できない。





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。