

### 2月の円安、年度末「円高抑制」実績

決算円転の減少示唆、米債償還の影響も限定

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2023/2/22 (水)

為替相場のドル/円は2月にドル高・円安が進展したが、過去実績では翌3月の年度末に向けた円高が抑制されやすい。決算対策としての日本企業による円転（円買い・ドルなどの外貨売り）減少と、輸入企業などによるドル押し目買い手当ての増加を示唆するものだ。2月の中旬に米国債市場では四半期定例の満期償還とクーポン利払いがあったが、過去には決算対策として観測されてきた国内勢による円転（円高）圧力が今回は限定的になっている。直近1月の-3.5兆円という大幅な貿易赤字も、期末の円高を制御する。

#### 2月末は1月末比でドル高、過去は3月末ドル高

「輸出はこのところ弱含んでいる。地域別にみると、アジア向けの輸出はこのところ減少している。米国及びEU向けの輸出は、おおむね横ばい。先行きについては当面、海外経済の減速から弱めの動きが見込まれる」、「生産は、持ち直しに足踏みがみられる。生産用機械は増勢が鈍化し、電子部品・デバイスはこのところ減少している」――。

内閣府による最新の月例経済報告では、輸出や生産に関してこのような慎重な判断が示された。

実際に最新1月の貿易統計では輸出が前年比+3.5%となり、前月の+11.5%から減少している。昨年9月の+28.9%を直近最高として、まさに「弱含みと足踏み」という状況だ。

一方で輸入は資源高止まりや冬季要因などもあり、石炭や液化天然ガス（LNG）、原油などの増加傾向が持続。前年比では+17.8%増となった。昨年10月の+53.7%をピークに急増ペースは鈍化してきたが、それでも輸出の伸びを上回る輸入増が定着している。結果、ネットの貿易収支は-3兆4966億円の大幅な赤字となっている。赤字は18カ月連続で、1979年以降では単月で最大の赤字となった。

その中で為替相場のドル/円では2月以降、ドル高と円安が進展している。あくまでも2月3日の米雇用統計の大幅増加以降、米FRBによる金融引き締め of 長期化観測が広がってきたことや、日銀の4月以降による新体制移行と連動した緩和修正の思惑が一般となってきたことが影響している。

一方で例年、日本企業による3月の年度末決算が近づく2月については、季節要因としてドル安・円高の圧力が強まりやすい。その中でも2月にドル高・円安が進展するケースでは、年度末にかけての円転圧力の減少が示唆されてきた。高確率の過去実績として、ドル/円は1月末値に対し、年度末3月の月末値でドル高・円安方向に振れるパターンが目立

っている。

今回も3月の月末値については、1月末の130.20円前後を上回るドル高の可能性が注目されそう。日本株にとっては、年度末にかけての株価下支え効果や、円高進展による業績下方修正のリスクを回避させる要因となり得る。しかも今回の場合、1月の-3兆4966億円という大幅な貿易赤字が、為替相場では「決算対策」としての輸出企業によるドル売り影響力の減退と、輸入企業によるドル押し目買いの影響力増加につながっていく（ドル高・円安要因）。

過去1990年から2022年に至る33年のうち、ドル/円の2月末値が1月末値を上回る前月比ドル高のケースは14回の実績があった。そのうち12回という86%の高確率で、3月末値は1月末値を上回っている。今年の場合、まだ2月28日の月末まで時間を残しているが、現状では2月末値（20日終値は134.24円前後）が1月末値の130.20円前後を上回る公算となってきた。過去実績に沿えば、3月末時についても1月末の130.20円前後を上回るドル高が担保されやすい。

#### 貿易収支24カ月平均は赤字基調持続、円高尚早

しかも残り2回の例外のうち、2004年は4月から9月にかけて1月末値を上回るドル高となっていた。2000年は10-12月にかけて、1月末値を上回る年末ドル高が観測されている。こうした実績もあり、今年のように年前半時の2月末に1月末を上回るドル高のケースでは、リアルな需給面でのドル安・円高圧力の減退が示され、年央や年後半にかけてドル高トレンドが持続される可能性もある。

もともと季節要因として2月のドル/円は、需給面でドル安・円高の圧力が掛かりやすい。日本企業による3月の年度末決算が迫るなか、輸出企業によるドル売り・円買い手当てや、海外現地法人などからの本国送金、金融機関による海外運用資産の利益・損失確定やヘッジ対応などが増加し始めるためだ。

加えて2月の中旬にかけては例年、米国債市場で四半期定例の満期償還とクーポン利払いが集中する。過去には翌3月に年度末決算を控えた国内勢から、受取資金の国内送金と円転が増加。ドル安・円転が進展するパターンが目立っている。

一方で今年の場合、こうした季節的な「2月のドル安・円高」影響は限定的になっている。日本勢の為替需給バランスで参考になるのが、東京外為市場に限った日中の開始時から終了時までの変化動向だ。日銀統計によるドル/円「夕方17時-午前9時」のレート格差は、1月後半からマイナスのドル安圧力

(17時劣勢、ローソク足では陰線)が目立ってきた。しかし、2月13日以降はプラスのドル高圧力(17時優位、陽線)が増加しつつある。

為替相場の中長期トレンドに影響を及ぼす日本の貿易統計では、今年1月までの直近6カ月累計でネットー14兆円という大幅な赤字となった。赤字額は比較可能な1979年以降で過去最大となっている。

1970年代以降の長期実績として、6カ月の累計でー2兆円以上の貿易赤字があるケースでは、為替実需面で「輸出企業のドル戻り売り減退」と「輸入企業のドル押し目買い増加」がタイムラグを経て累増。1年後にかけて、ドル/円の前年比ドル高や前年程度のドル底堅さが観測されてきた。

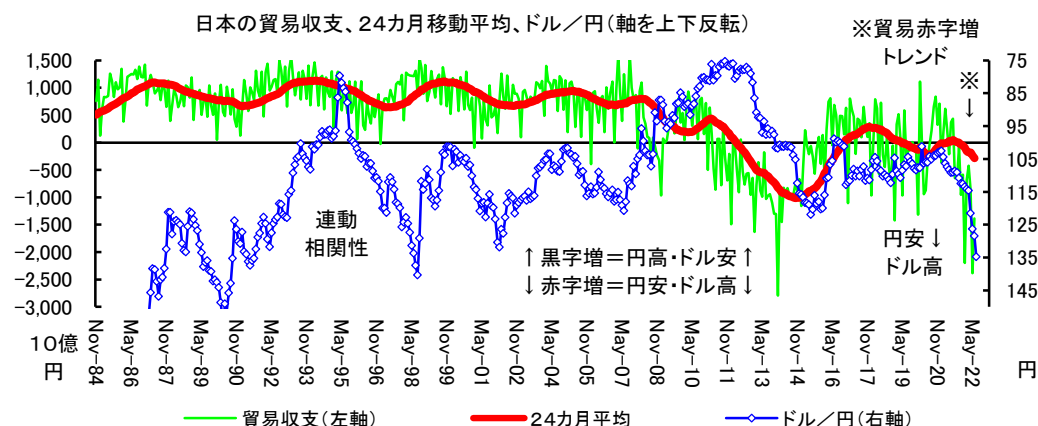
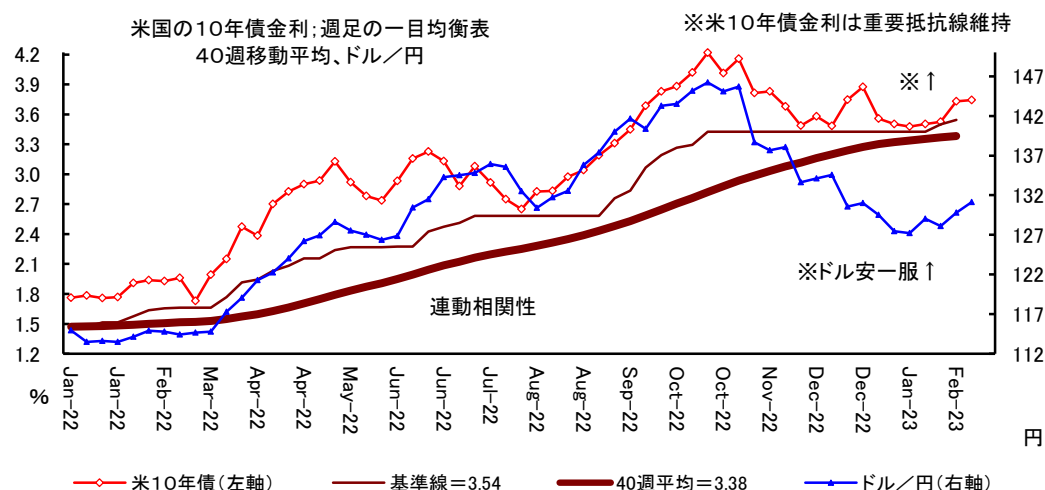
しかも貿易収支の24カ月(2年)移動平均では、トレンド方向を示す方向角度が2021年8月から前月比下向き化へと転じている(赤字増の基調)。直近1月時点も、赤字増と下向き化のトレンドが持続している。

過去実績では24カ月平均が下向きから上向きの黒字増基調に転換したあと、5-7カ月のタイムラグ

を経てドル高・円安のトレンドがピークアウトしている。現在はまだ24カ月平均の下向きモメンタムが持続しており、貿易実需の需給面ではドル安・円高トレンドへの本格反転は尚早という可能性もある。

同時に為替相場のリアルな実需取引という点では3月決算に向け、1ドル=130円前後から以下に向けて日本の輸入企業などによるドル買い手当ての増加が注視される。ドルの買い手企業によるドル買いの水準メドで参考になる想定為替レートは、昨年12月の日銀短観(全産業ベース)で全規模が130.75円、中小企業が132.72円前後となっていた

もちろん、125-130円といった企業想定レートにかけては、ドルの売り手である輸出企業による「想定割れ回避」に向けたドル売り手当て加速も意識される。それでも現在のような日本の貿易収支悪化や米FRBによる利上げといった局面では、過去実績として短期的にドル安・円高が加速されても、「短観想定レートの前後」が重要なドルの下値抵抗線となっている。



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。