

経常収支の対 GDP 比、過去最悪の水準へ 円債安と円安の潜在圧力、預金鈍化で貸出増も観測

2023/3/10 (金)

日本の経常収支は1月に－1兆9766億円と単月では過去最大の赤字額となっており、当座の対名目GDP比経常収支は過去最悪水準の悪化が警戒される。財政赤字拡大との「双子の赤字化」などで国債価格下落(金利は上昇)と円安の潜在圧力となりやすく、経済学理論のマサチューセッツ・アベニュー・モデルに沿えば1年から2年前後のタイムラグを経て円安・ドル高方向に影響する。経常収支に関する預金はコロナ反動や物価高対処などで伸びが鈍化する一方、貸出増などでの活用も見られている。

経常収支の大幅悪化、1-2年の時間差で円安に

「日本の経常収支、高齢化の影響これから」――。日銀の新総裁に就任方向の植田和男元日銀審議委員(経済学者)は今年2月、日経ヴェリタスにこのような寄稿を行っている。日本経済の急速な高齢化が「家計貯蓄を、ひいては経常収支黒字を大きく減少、あるいは赤字化させるのではないか」という議論がなされて久しい」といった問題を改めて検証したものだ。

植田氏の総裁就任や高齢化加速の前段階から、日本では今年1月に経常収支が－1兆9766億円の大幅なネット赤字となった。比較可能な1985年以降では2014年1月の－1兆4561億円の赤字額を上回り、単月では過去最大となっている。

あくまでも季節的な日本の正月休み要因による輸出減少のほか、今年は中国の春節(旧正月)が1月22日からと例年より早く、現地の物流や工場が止まり、対中輸出が減ったことなどが影響している。それでも輸入は根強い素原材料価格や食糧価格の高止まりのほか、国内でのコロナ反動による需要増などで増加傾向が持続。かたや輸出は米国など海外での利上げを受けた世界景気の悪化懸念や、根強い供給制約、輸送コストの上昇、新冷戦入りと世界の貿易取引縮小などにより、伸び悩みが続くと見られている。

結果、日本の対名目GDP比経常収支は目先、過去最悪水準への悪化が警戒されやすい。日本では財政赤字も拡大が続いており、経常収支の赤字は一時的でも現状は「双子の赤字」へと移行してきた。当座の国債価格下落(金利は上昇)と円安の潜在圧力となり得る。

日本の国債に関しては米格付け機関ムーディーズの幹部が2月、「日銀が将来利上げしたとしても穏やかなペースとみられ、当面の国債発行への影響は限定的」としながらも、「岸田文雄首相の経済・財政政策は明確化されておらず、歳出計画の財源の詳細が

欠ける」、「(日本の経済規模の2倍という世界最大級の)巨額債務と有利な資金調達条件のバランスが崩れた場合、格付けが見直される」と警告を発していた(ロイター)。

経常収支と為替相場との関係でいえば、経済学理論の「マサチューセッツ・アベニュー・モデル」で実証されてきたように、1年から2年前後のタイムラグを経て相互の影響作用が観測されている。貿易・経常収支の黒字減や赤字転落は時間差を経て円安要因となり、その後は円安が時間差を経て収支の改善と円高要因になるという循環の連鎖関係だ。今回も時間差での円安効果は無視できない。

前回の大幅な経常赤字となった2014年1月の場合、ドル/円は月間ドル高値ベースで同月の105円台のあと、「17-19カ月後」となる2015年6-8月に125円超えまでドル高が進展している。ちなみに2014年1月時は四半期の1-3月における経常収支が－4707億円の赤字となっていた。同期の名目GDP実額は516.7兆円であり、単純な「経常収支÷名目GDP」の比率は－0.091%となっている。

預金鈍化で貸出増、過去は円安と円債安に

ひるがえって今年の場合、まだ1月の単月ながら経常収支は－1兆9766億円の赤字だ。それに対して最新の名目GDPは昨年10-12月が560.6兆円となっていた。単純な比率の試算は、－0.353%となっている。2014年1-3月以来の赤字化であり、比較可能な1985年以降では最大のマイナス幅となっている。

同比率の直近最低はコロナ打撃などにより、2020年4-6月に0.163%へと低下していた(直近最高は2017年7-9月の1.302%)。あくまで結果論ながら、ドル/円の四半期中ドル高値は同期の109円台から、1年後は111円、2年後には137円へとドル高が進展した関連実績を有している。

現在の日本では、経常収支の黒字に関する預金も頭打ちとなってきた。まだ高齢化の本格影響は尚早ながら、企業・個人によるコロナ打撃を受けた預金逃避からの反動のほか、企業活動や消費の回復、物価高対処などにより、預金の取り崩し活用が観測されている。企業に関しては今後、「預金退蔵からの貸金への還元」も焦点になってきた。預金の鈍化は、低流部分で経常収支の黒字抑制につながっている。

日銀による2月の貸出・預金動向によると、都銀・地銀・第二地銀の3業態合計による預金の月間平残は、前年比+2.2%となった。コロナ危機後の2021年2月には+10.0%の急増となったが、反動的な伸び鈍化に移行している。伸び率は2019年7月の+

2.1%以来、約3年半ぶりの低水準となってきた。

一方で貸出は銀行の合計ベースで、前年比+3.6%となった。前月の+3.4%を含めて、9カ月連続でプラス幅を拡大させている。企業活動や消費活動の再開のほか、日銀の緩和修正による先行きの金利上昇に備えた駆け込みの資金需要、原材料高への対応、企業の合併・買収（M&A）などが影響している。

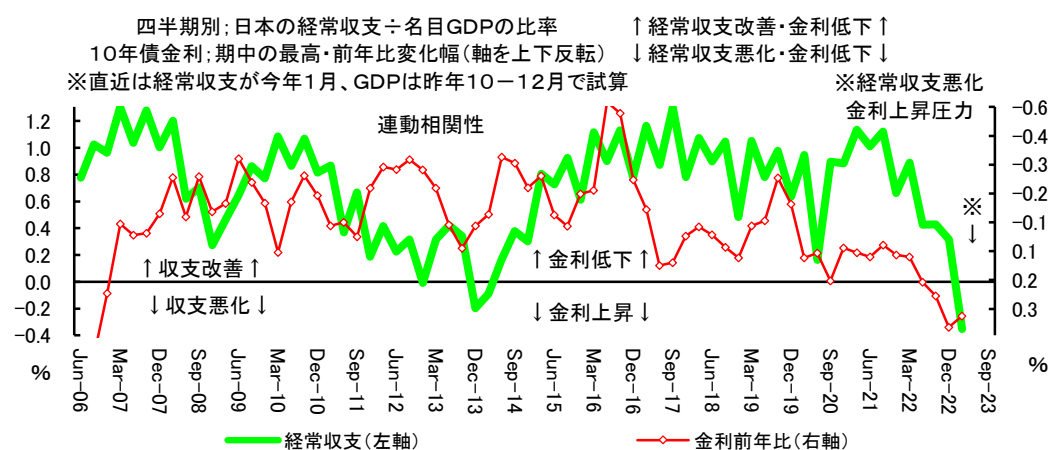
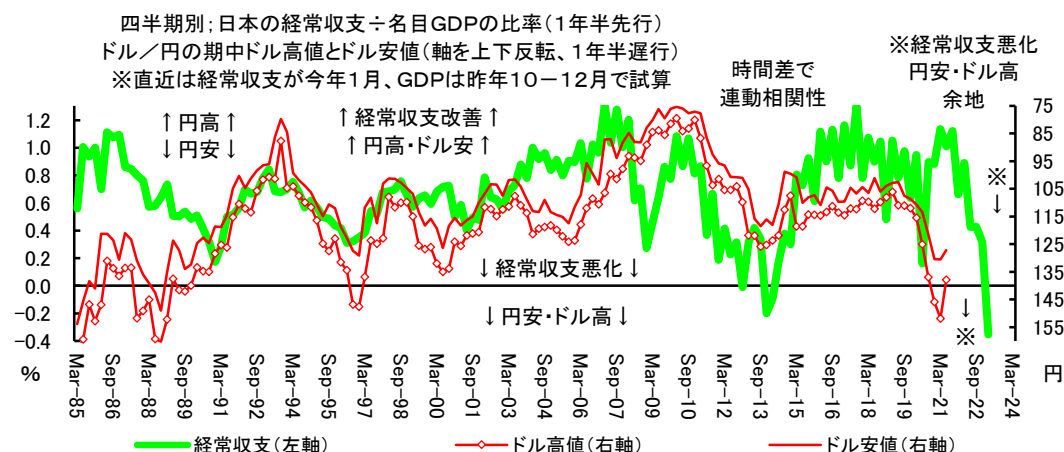
同時に預金滞留の一服と貸出増という動きは、企業による輸入コスト上昇を受けたドル支払い需要の増加や、企業のグローバル化と海外での各種コスト上昇を受けた現地でのドル需要増加、企業や個人による外貨建て資産や外貨預金の増加など、直接的・間接的な海外への資金流出が示唆されている。

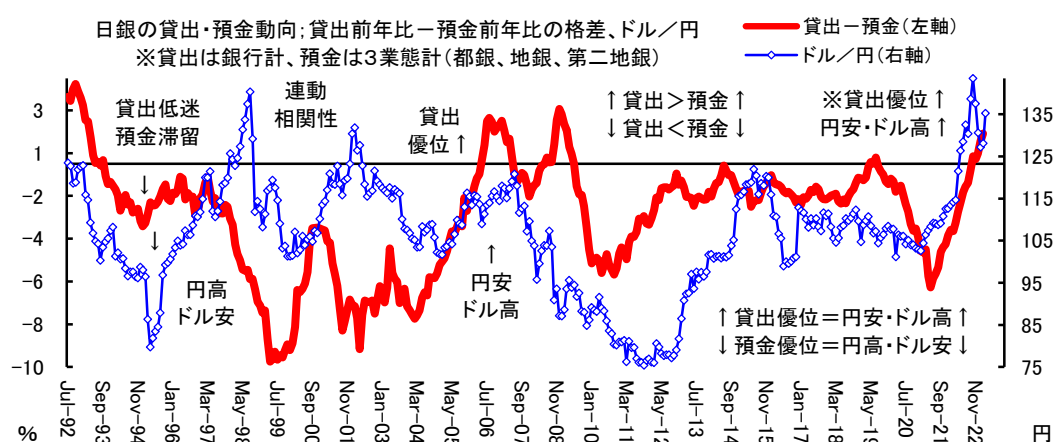
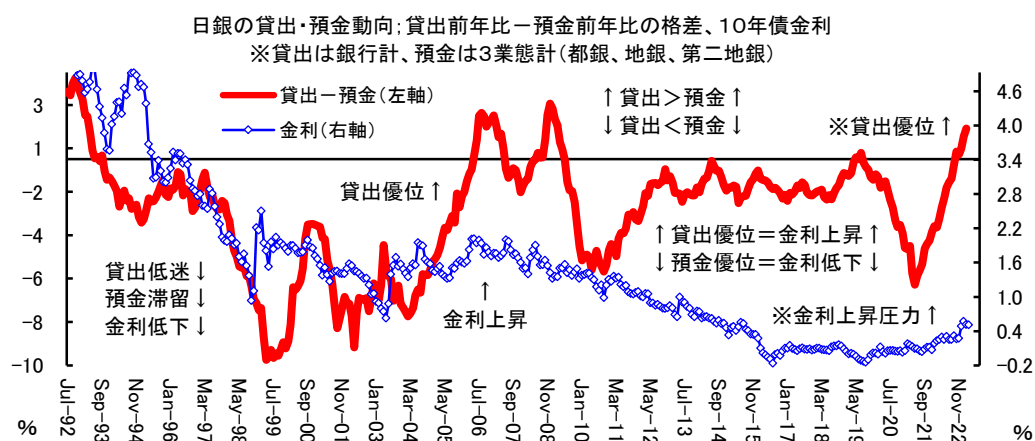
結果、銀行が集めた預金がどれだけ貸出（融資）に回っているかを示す「預貸率」の参考になる「貸出前年比－預金前年比」格差は、2月に+1.4%の貸出優位となった。2021年5月の－5.8%を直近最低

として貸出優位に転じ、2009年以来、約14年ぶりのプラス幅となっている。

過去実績として同格差で貸出優位と預金の相対劣勢が進む場合、日本では円安と10年債の金利上昇（国債価格は下落）が連動観測されてきた。背景としては、預金鈍化と裏表の経常黒字減、預金鈍化と貸出増によるリスク選好（安全逃避の円買い・国債買い減退）、預金などの余剰資金減退と国債滞留の減少、預金から内外向け投融资へのシフト増（資金の国外流出や内外の企業融資・リスク資産への移転）、貸出増に伴う日銀緩和効果の表出——といった複合要因が影響している。

今回についても経常収支の大幅悪化と預金鈍化・貸出増という同時現象は、円安と円債金利上昇の潜在的な後押し材料や長期化の要因として無視できない。





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。