

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 4 日)

9 月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて

半期末という時節柄、9 月には本邦企業のレパトリなどが話題に上がることが多く、それがドル/円の重石として指摘されることがある。レパトリとの因果関係は定かではないが、1973 年以降でカウントしてみると、41 回あった 9 月の内、円高が 24 回、円安が 17 回で円高優勢。9 月のドル/円相場が年初来高値付近からスタートしたことを踏まえれば、このようなジレンスはやや気になるところ。国際収支における配当金・配分済支店収益の動向を見ると、1 年の中で 9 月は確かに多い方だが、特筆すべき傾向が見出せるわけでもない。「9 月はレパトリでドル/円の上値が重くなる」というのはあくまでアノマリーの 1 つだろう。今後、直接投資収益という形での資本還流は増えそうだが、莫大な貿易赤字の前には「焼け石に水」であり、「放って置けば円安」という見立てに影響はない。

～ドル買い一服～

昨日のドル相場は連騰から一服の展開。対ユーロ、対円で一方的な上昇が続いてきたドルだが、今晚の ECB 理事会や明晩の米 8 月雇用統計を前に調整色を強める地合いとなっている。ロシア、ウクライナの両大統領が停戦合意に向けて合意したことも有事のドル買い需要後退に繋がった模様である。6 月以降のユーロ相場下落はロシア・ウクライナ問題の緊張がドライバーとなっていたこともあり、停戦合意はショートカバーの契機になるかと思われたが、ユーロ/ドルの戻りは限定的となっている。過去、本欄でも議論したように、ユーロ相場下落の背景はあくまで欧米金融政策格差であり、地政学リスクのような曖昧な材料が決定打になっているわけではないのだろう。

～9 月にレパトリが多いわけではない～

ところで、半期末という時節柄、9 月には本邦企業のレパトリ(資本回帰)などが話題に上がることが多く、それがドル/円の重石として指摘されることがある。レパトリとの因果関係は定かではないが、変動為替相場制に移行した 1973 年以降でカウントしてみると、41 回あった 9 月の内、円高が 24 回、円安が 17 回で円高優勢である(表)。9 月のドル/円相場が年初来高値付近からスタートしたことを踏まえれば、このようなジレンスはやや気になるところである。

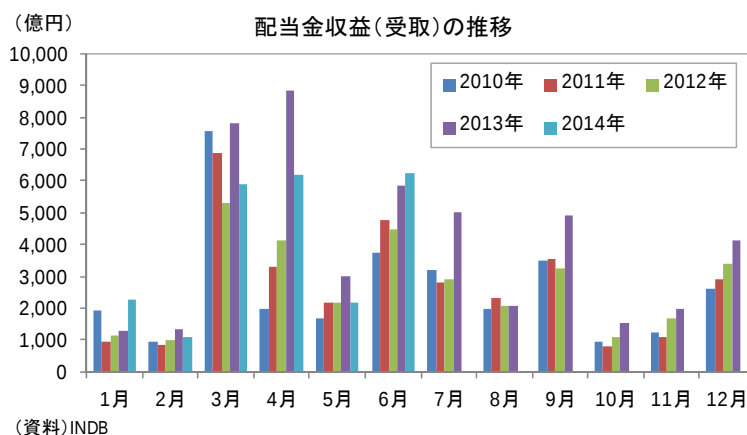
次頁図は第一次所得収支を構成する直接投資収益の内、事業法人等の海外子会社から

1973 年以降の 9 月のドル/円相場

1973 年	円安	1994 年	円高
1974 年	円高	1995 年	円安
1975 年	円安	1996 年	円安
1976 年	円高	1997 年	円高
1977 年	円高	1998 年	円高
1978 年	円高	1999 年	円高
1979 年	円安	2000 年	円安
1980 年	円高	2001 年	円安
1981 年	円安	2002 年	円安
1982 年	円安	2003 年	円高
1983 年	円高	2004 年	円安
1984 年	円安	2005 年	円安
1985 年	円高	2006 年	円安
1986 年	円高	2007 年	円高
1987 年	円安	2008 年	円高
1988 年	円高	2009 年	円高
1989 年	円高	2010 年	円高
1990 年	円高	2011 年	円安
1991 年	円高	2012 年	円高
1992 年	円高	2013 年	円高
1993 年	円安	円高: 24 回、円安 17 回	

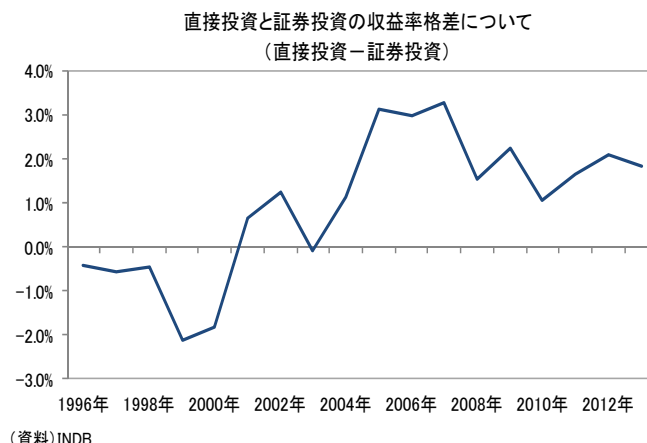
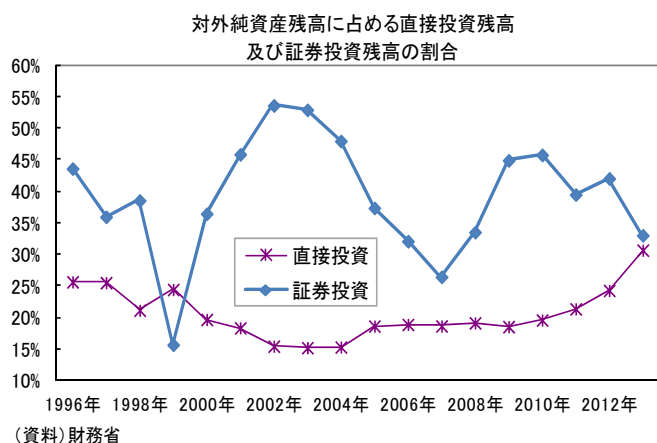
(資料) Bloomberg から筆者作成。

還流する配当金（正確には配当金・配分済支店収益）を月次で比較したものである。確かに、1 年の中で 9 月の配当金受取は多い方が 3 月や 4 月に比べれば劣ることが多く、取り立てて騒ぐほどの特徴があるとは言えない。元より、さらに大きなレパトリが発生する 3 月や 4 月も同じようなマーケットトークが出やすいが、それが原因でドル/円相場の上値が押さえられるという事実はさほど確度の高いものではない。



より踏み込んだことを言えば、配当金に限らず、第一次所得収支の受取部分は居住者の保有する海外の銀行口座に着金した段階で記帳されるため、受取と支払の結果として得られる黒字部分が全て円転需要となるわけではない。例えば、債券利子が大半を占める証券投資収益などは口座に入金された後、円転されずに再投資へ回される部分の方が恐らく多いものと推測される。そう考えると、アウトライト取引の多い貿易収支と比べ、第一次所得収支では黒字（赤字）が示す方向感と為替取引の実態が乖離している可能性があることも留意すべきだろう。こうした認識に立てば、第一次所得収支の黒字で何とか黒字を保っている日本の経常収支は円相場の需給的にはもう赤字化している可能性もある。いずれにせよ、「9 月はレパトリでドル/円の上値が重くなる」というのは計数の上で指摘できるものではなく、あくまで数多あるアノマリーの 1 つに思える。

～ただ、今後増える公算は大きい～



しかしながら、本邦の国際収支において配当金・配分済支店収益を含む直接投資収益が今後膨らんでいく公算は大きく、今後米金利上昇を背景に証券投資収益も増えてくることも勘案すれば、投資収益全体が押し上げられていくものと思われる（投資収益は概ね第一次所得収支の総額と見なせる¹⁾）。それゆえ、月毎の大小はあれどもレパトリで戻ってくる金額自体は増加が期待されるため、

¹ 「第一次所得収支＝雇用者報酬＋投資収益（直接投資収益＋証券投資収益＋その他投資収益）」。

方向感としては円高圧力が増すのは確かである。日本の対外純資産が円安により膨らみ続ける状況下、項目別シェアを見れば、収益性の低い証券投資残高が低下し、収益性の高い直接投資残高が上昇する状況が続いている(前頁図・左)。2000年代に入ってから、証券投資と直接投資の収益率が逆転し、緩やかな拡大傾向が確認されるが(前頁図・右)、これは比較的成長率の高い新興国向けの直接投資が増えたことの結果であり、その投資の成果が徐々に実り始めている動きと思われる。こうした状況を踏まえれば、やはり直接投資から生み出される収益の割合が投資収益の中で高まると同時に、日本へ還流してくる部分も必然的に大きくなっていくだろう。もっとも近年の貿易赤字の拡大傾向を踏まえれば、「焼け石に水」という感は否めず、需給面で「放って置けば円安」という本欄の見立てに影響を与えるものにはならないだろう。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』を受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～