

みずほマーケット・トピック(2015 年 3 月 11 日)

3 月レパトリ円高説について

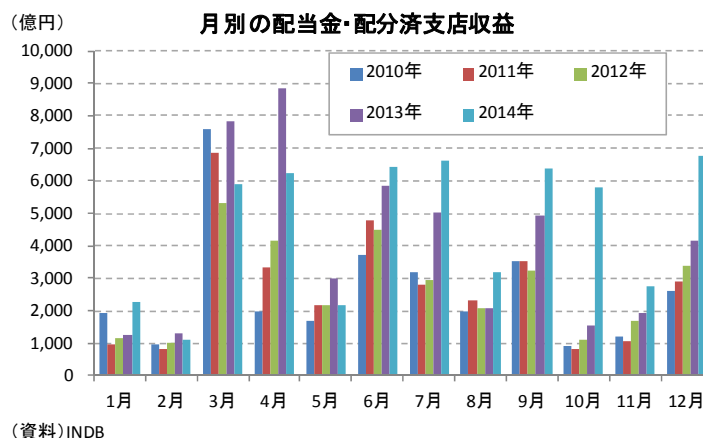
3 月の円相場については、年度末に絡んだ本邦への資金還流(レパトリ)を背景に円買い観測が強まることが多い。円安進行を背景に円建てで見た海外収益が嵩上げされている状況下、このような観測は一段と説得力を持ちやすいだろう。確かに、1 年間の内でも、配当金・配分済支店収益が膨らみやすいのは 3 月であり、注目の論点となるのは分かる。だが、変動相場制に移行した 1973 年以降に経験した 42 回の 3 月のうち、円高で引けたのは 19 回、円安で引けたのは 23 回であり、3 月に円高・ドル安が進みやすかったという事実はない。第一次所得収支の構成変化を踏まえれば、証券投資収益から直接投資収益へのシフトが鮮明で在り、この点、3 月レパトリ円高説を支持するような変化が見られるものの、円相場の基礎的需給環境を覆すほどの動きとは言えず。

～やはり飛び出したドル高懸念～

昨日の為替相場ではドルが上昇する展開で東京時間には一時 122.04 円の高値をつけたが、その後、ファーマン米 CEA(大統領経済諮問委員会)委員長が「強いドルは米経済に吹き付ける向かい風」と述べたことが材料視され、120.92 円まで下押しされた。現状では世界の通貨高の按分の殆どをドルが背負う格好となっており、このような状況で早期利上げは難しいというのが筆者の率直な印象である。2 月 27 日発行の『中期為替相場見通し』では円安見通しに係るリスクにフォーカスを当てて議論したが、やはり米国側ではこのドル高懸念が浮上してきた格好である。片や、日本では円安懸念が政府において浮上しているのは周知の通りであり、歴史的には非常に珍しいが、通貨政策の方向感に関し、日米の利害が一致し始めていることは重要な兆候と考えたい。

～3 月レパトリ円高説について～

ところで、3 月の円相場については、年度末に絡んだ本邦への資金還流(レパトリ)を背景に円買い観測が強まることが多い。円安進行を背景に円建てで見た海外収益が嵩上げされている状況下、このような観測は一段と説得力を持ちやすいだろう。確かに、1 年間の内でも、配当金・配分済支店収益(詳しくは後述する)が膨らみやすいのは 3 月であり(図)、注目の論点となるのは分かる。だ

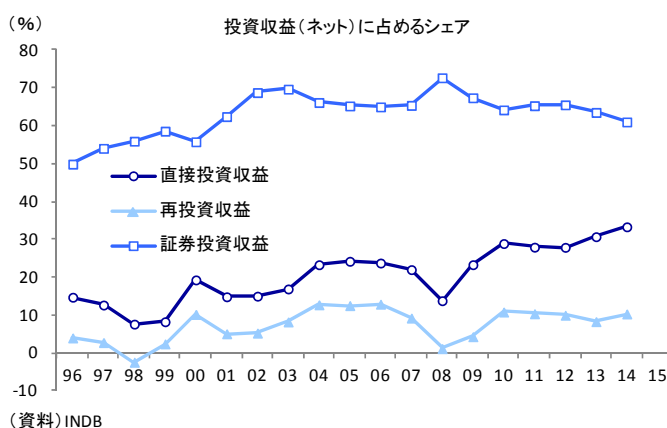


が、変動相場制に移行した 1973 年以降に経験した 42 回の 3 月のうち、円高で引けたのは 19 回、

円安で引けたのは23回であり、3月に円高・ドル安が進みやすかったというわけではない。そもそも第一次所得収支(旧名:所得収支)は外貨のまま内部留保される再投資収益は元より、それ以外の収益でも居住者の海外口座に振り込まれた時点で外貨のままでも黒字が記帳される。そのため、第一次所得収支の黒字をもって円高圧力を議論することには慎重が必要である。但し、以下に見るように、近年の第一次所得収支の内訳においては、レパトリを多く含みそうな項目の内訳が拡大しているのも確かであり、3月レパトリ円高説に関しては、相応に検討すべき側面もある。

～変容する第一次所得収支の中身～

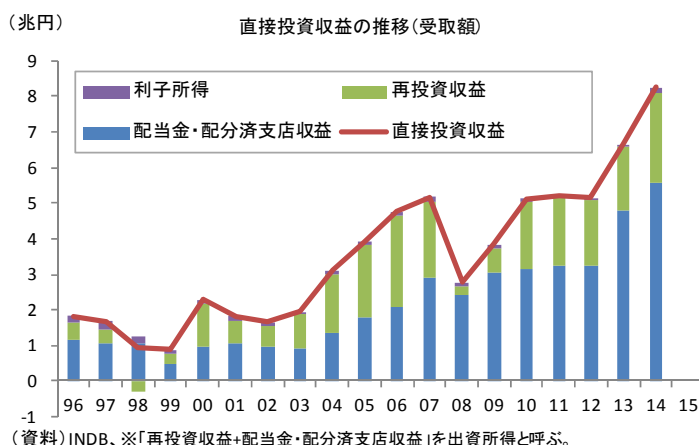
第一次所得収支は雇用者報酬と投資収益から構成されるが、雇用者報酬は無視できるほど小さいものであり、第一次所得収支≒投資収益と見なして問題ない。注目すべきは投資収益の内訳だが、これは証券投資収益、直接投資収益、その他投資収益に分かれる。2000年代前半から金融危機の発生する2007年頃にかけては、投資収益の約70%は証券投資収益であった。非常に大雑把に言い換えれば、危機前までは、第一次



所得収支黒字と言えば証券投資収益のことを指していたと言える。この大部分は債券利子等や株式並び投資ファンド持分に係る配当金で、恐らく大部分は外貨のまま再投資される公算が大きい。上述したように、こうしたフローは円転のプロセスを経ないため、為替相場に与える影響は中立と考えられる。こうした事実は大きな第一次所得収支黒字にも拘わらず、はっきりとした「3月円高」の傾向が見られなかったこれまでの歴史と平仄が合う。

～円転されそうなフローは確かに増えている～

だが、図に示されるように、金融危機を経て、証券投資収益は60%割れを臨む水準まで比率を落としており(2014年は61%で2000年以来の低水準)、この一方で直接投資収益の比率が顕著に上昇している。これは過去のクロスボーダーM&Aやグリーンフィールド投資(法人設立等を介した海外進出等)が実を結び、企業収益としてレパトリされ得るフローと考えられる。直接投資収益は利子所得と出資所得に分かれる

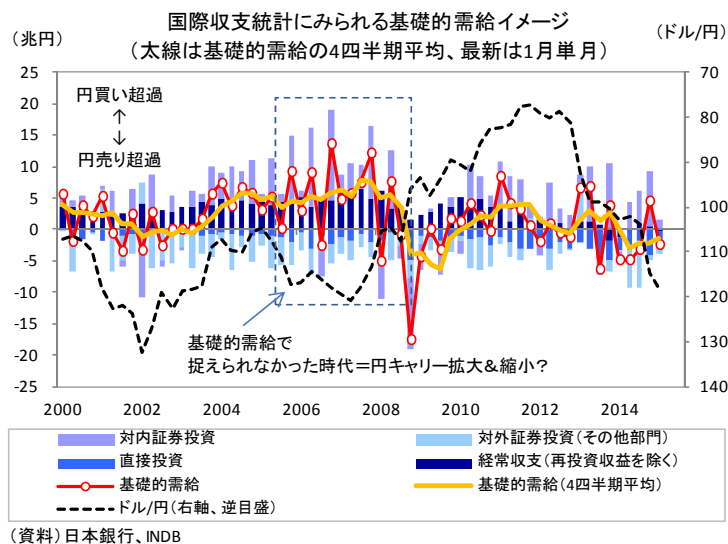


が、利子所得は無視できるほど小さい。ゆえに、ここ数年で直接投資収益が伸びている背景は出資所得の伸びが寄与したものということになるが、図示されるように、出資所得の伸びは配当金・配分済支店収益の伸びを反映したものである。同項目は「海外子会社・関連企業からの配当金のうち

実際に本国に送金された部分や海外支店等の収益¹と定義されるゆえ、証券投資収益に比べれば円転されるボリュームが多く、為替市場にも影響を与えそうである。1 年前対比で 20%ほど円安に進んでいることを踏まえれば、本邦企業においてレパトリできる原資が増えているのは確かであり、年度末にかけての円高圧力を懸念する道理は確かに一理あるだろう。

～とはいえ、基礎的需給環境を覆すのは難しい～

とはいえ、レパトリの多寡は国内における資金需要、より具体的には企業部門の消費・投資意欲に依存する部分が大いと考えるのが筋であり、この点がさほど芳しい状況ではないというのは周知の通りである。元より、貿易赤字や公的年金制度改革を背景にした対外証券投資の加速が見られており、仮にレパトリが一時的に膨らんだとしても、それだけで円高圧力に直結するというイメージは抱き難い。例えば 1 月の国際収支統計によれば、経常収支は 614 億円の黒字となったが、ここから第一次所得



収支に含まれる再投資収益 2916 億円を控除すれば、▲2302 億円と赤字である(なお、12 月も赤字だった)。証券投資収益の少なくない部分が円転されずに再投資されている事情も踏まえれば、為替需給的には経常収支は基本的に赤字と考えた方が良いのだろう。少なくとも統計から得られる情報を元にすれば、年度末のレパトリだけで基礎的需給環境(図)を覆すほどの円高圧力が生じるというのは非常に難しいという印象である。目先の円相場に関しては、日米金融政策格差や貿易赤字、対外証券投資加速などを理由に下落を想定しておくのがやはり王道ではないだろうか。

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。

¹ 日本銀行『入門国際収支』東洋経済新報社 2000 年 10 月より抜粋。

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
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせれば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰