

みずほマーケット・トピック(2019年4月2日)

円高を阻む経常収支構造の変化

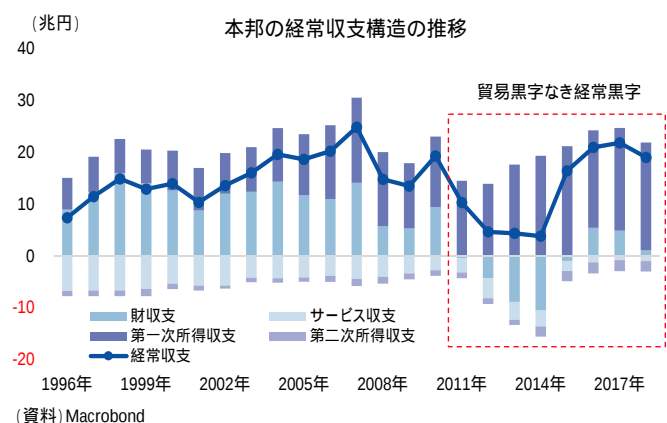
FRBがこれほどハト派色を強めているにもかかわらずドル/円相場の水準が切り下がってこない理由は判然としないが、本邦の経常収支において「実需なき黒字」の様相が強まっていることと無関係ではないのだろう。国際収支発展段階説に基づけば、過去10年で日本は本格的に「未成熟の債権国」から「成熟した債権国」への階段を昇っている。具体的に経常収支の構造は「貿易黒字から第一次所得収支黒字へ。その中でも証券投資収益から直接投資収益へ」と変容した。さらに言えば第一次所得収支黒字のうち、証券投資収益の債券利子部分や直接投資収益の再投資収益部分は性質上、円買い・外貨売りのフローを伴わないと推測される。2018年の第一次所得収支は約+20.8兆円だが、再投資収益を除くと約+15.5兆円、再投資収益と債券利子を除くと約+6.5兆円まで減少する。こうした「実需なき黒字」が円高を阻んでいる側面は否めない。だが、これは「円高になりにくい理由」にはなっても「円安を主導する理由」にはならない。

～「売った円が戻ってこない」～

3月下旬、一時110円を割り込んだドル/円だったが、新年度入り後は米中における経済指標の持ち直しなどを受けて111円台に戻って推移している。米債券市場の利下げ織り込みが進み、株価がこれほど大幅に値を下げてドル/円相場の水準が切り下がってこない理由は判然としない。だが、過去にも詳しく議論したように、過去10年弱における対外直接投資の流れが影響している可能性は相当に高い。日本の対外純資産は2017年まで27年連続で世界最大だが、その構成比を見ると44.5%が対外直接投資残高である。片や、証券投資残高は26.1%だ。2000年にはそれぞれ19.7%と36.5%だったので完全に両者逆転している。リスクオフムーブに見舞われた際、有価証券ならば本国回帰(いわゆるレパトリ)しやすいだろうが、リスクオフに乗じて買収した海外企業を手放すことはない。要は「売った円が戻ってこない」状況が定着していると推測される。

～「円の買い切り」が減少した経常黒字～

これらはストックに係る議論だが、当然、フローに係る議論についても同様の含意が得られる。対外直接投資が本格的に増え始めたのは2011年前後だが、本邦の経常黒字に目をやれば、その頃から財貿易の黒字が消滅し、第一次所得収支黒字が主体となっている。クローサーの国際収支発展段階説(次頁表)に基づけば、本格的に「未成熟の債権国」から「成熟した債権国」への階段を昇り始めたと言



えるだろう(未だ断続的に財・サービス収支が黒字なので完全に「成熟した債権国」とは言えない)。金融危機前の 10 年間(1999～2008 年)とその後の 10 年間(2009～2018 年)で経常黒字の水準が大きく変わったわけではない。具体的には 10 年平均で見ると、危機前は約+16.7 兆円、危機後は約+13.5 兆円である。この間、財貿易の黒字額は約+10.9 兆円から約+1840 億円へ激減している。片や、第一次所得収支は約+11.2 兆円から約 17.3 兆円へはっきり増加している。合わせてサービス収支赤字が約▲4.4 兆円から約▲2.4 兆円へ半減していることも目に付くのだが、日本の経常黒字の水準が 10 年前と比較しても大きく変わらずに済んでいる背景には財貿易で黒字を出せなくなった分、過去の投資の「あがり」としての第一次所得収支黒字が増えたことが主因である。為替市場を見通す観点からは、確実に「円の買い切り」が見込まれる貿易収支の黒字が減って、必ずしもそうとは限らない第一次所得収支の黒字が増えたという構造変化が指摘される。

クローサーの国際収支発展段階説

未成熟な債権国	
経常収支	++
財サービス収支	+
所得収支	+
資本収支	--

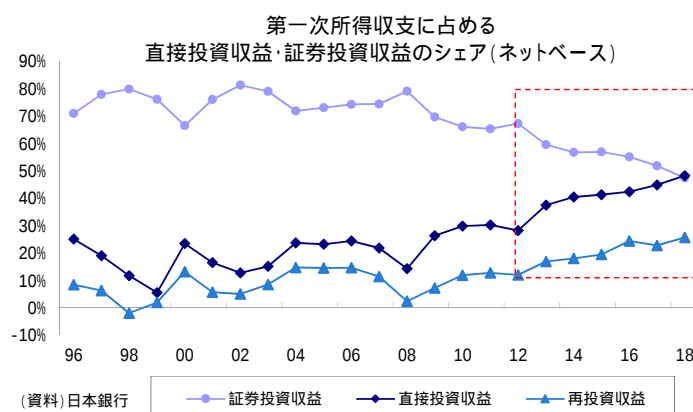
↓

成熟した債権国	
経常収支	+
財サービス収支	-
所得収支	++
資本収支	-

(資料)筆者作成

～もはやフローベースでも直接投資収益が主役～

「必ずしもそうとは限らない第一次所得収支の黒字」とはどういうことか。第一次所得収支は投資収益、雇用者報酬、その他第一次所得の 3 つから構成されるが、基本的には投資収益と読み替えて問題ない。そして投資収益は証券投資収益と直接投資収益に分かれる。両者の構成比について見たものが右図だ。2000 年には証券投資収益が 66.5%、直接投資収益が 23.3%だったものが、2018 年はそれぞれ



47.3%と 48.2%と概ね対等になっている(両者の構成比は 2018 年に初めて逆転している)。過去の本欄¹でも詳しく議論したように、人口動態や企業収益の状況、法人税や電気料金などのコスト環境、硬直的な雇用規制などを踏まえれば、近い将来に本邦企業による対外直接投資の伸びが衰える道理はなく、引き続き直接投資の伸びが証券投資のそれを超える局面に入っていく公算が大きいだろう。ここまでをまとめれば、本邦の経常収支の構造は「貿易黒字から第一次所得収支黒字へ。その中でも証券投資収益から直接投資収益へ」と変容していると言える。

～円相場への影響は？～

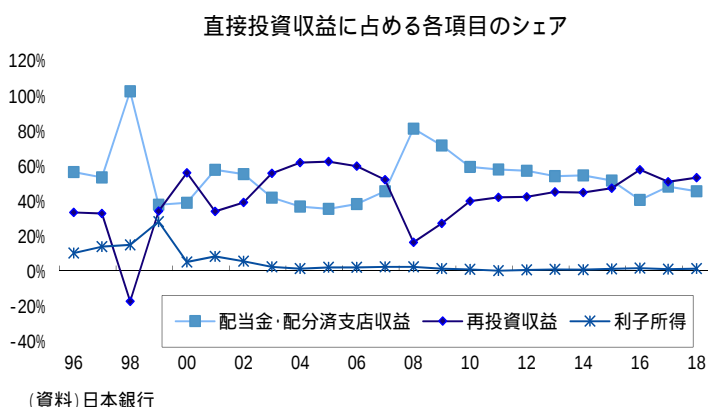
こうした経常黒字構造の変化は円相場にどのような影響をもたらしているのか。既述の通り、貿易黒字であれば、輸出企業は稼いだ外貨を円に転じる必要があるため円買い・外貨売り圧力に直結する。いわゆるアウトライト(買い切り、売り切り)の為替取引はボリュームもさることながら、これに追

¹ 本欄 2019 年 2 月 12 日『変わりそうにない対外直接投資の潮流』をご参照下さい。

随しようとする投資家・投機家の存在から方向感を形成しやすいと考えられる。経常黒字の過半が貿易黒字で占められていた時代は経常黒字の多寡と円買いを結びつける筋合いは確かにあった。

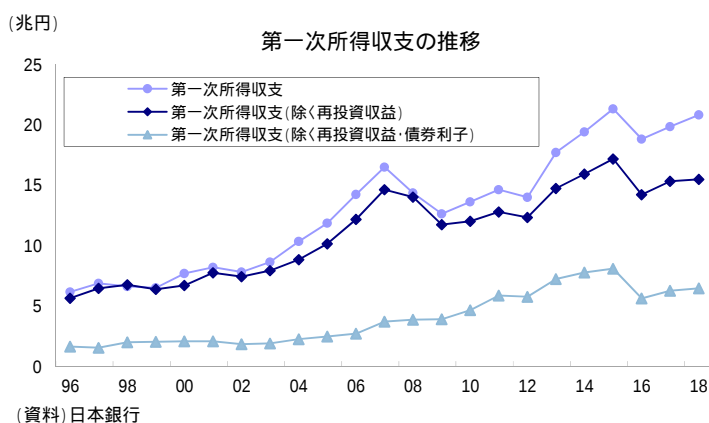
だが、上で見てきたように、経常黒字の趨勢を決する項目となっている第一次所得収支黒字の場合、為替需給に与える経路はそれほどシンプルではない。例えば証券投資収益は配当金と債券利子に分かれるが、実態としては約 80～90%が債券利子である。こうしたフローは黒字が記帳された段階ではまだ外貨であるという点が重要だ。例えば、日本人投資家 A が保有している米国債から利子収入を受け取る場合、それは海外口座に入金された段階で第一次所得収支上の「黒字」が記録される。受け取った利子はそのまま再投資されると仮定すれば(通常そうしたケースが多いと考えられる)、証券投資収益からの円転フローはほぼ期待できないという話になる。

片や、直接投資収益の中身は配当金・配分済支店収益、再投資収益、利子所得に分かれるが、2018 年では配当金・配分済支店収益が 45.4%、再投資収益が 53.2%と分け合う格好である。この両者の大小関係は過去からそれほど変わっていないわけではないが、配当金・配分済支店収益は実際に直接投資家(または本社)へ送金されたものであるの対し再投資収益は直接投資された企業が稼得した営業利益のうち、投資家に配分されずに内部留保として積み立てられたものである。つまり、直接投資収益の約半分についても円転フローは期待できないという実態が透けて見える。



～「実需なき黒字」の実相～

以上の議論をまとめると、第一次所得収支黒字のうち、証券投資収益の債券利子部分に相当する約 80%、直接投資収益の再投資収益に相当する約 50%については性質上、円買い・外貨売りのフローが発生しないことが予想される。これを絶対額の議論に引き直すとどうなるか。2018 年の第一次所得収支は約+20.8 兆円だが、再投資収益を除くと約+15.5 兆円、再投資収益と債券利子を除くと約

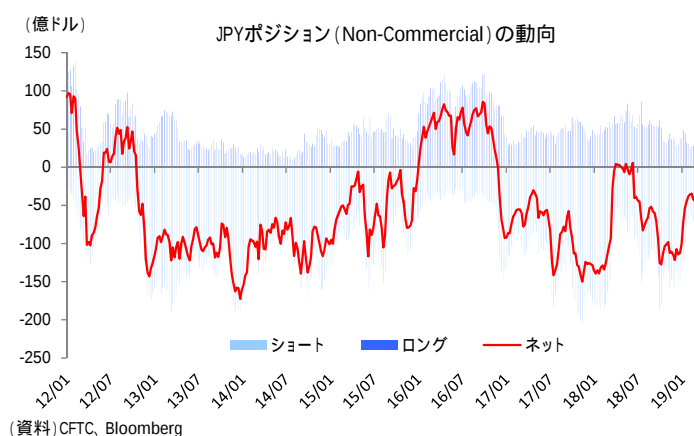


+6.5 兆円まで減少する(図)。もちろん、債券利子の全てが再投資されることはないだろうから実際の黒字額はもっと多いだろう。しかし、例えば 2007 年の経常黒字は過去最大の約+24.9 兆円であったが、このうち貿易黒字は約+14.2 兆円もあった。仮に、当時の第一次所得収支黒字(約+16.5 兆円)の 3 分の 1 程度しか円転フローが生じなかったとしても、経常黒字からは+20 兆円程度の円買い・外貨売りフローが見込めたイメージになる。だが、現状では貿易黒字がほぼ消滅している状況

であり、経常黒字と第一次所得収支黒字がほぼ等価である。とすれば、相当に「実需なき黒字」になっている疑いが強いだろう。かねてより円相場の動向に関しては「投機の円安、実需の円高」²と評されることが多かった。円安が基調的に根付く局面というのはあくまで日米金利差が拡大し、日本人（機関投資家）の円売りや海外投機勢のキャリー取引が加速する時だとされてきた。一方、不況に転じると機関投資家や海外投機勢もリスク許容度の毀損からポジションを巻き戻し円高になりやすいことも同時に指摘されてきた。しかし、もはや実需の次元でも円高を見込みにくい構造になりつつあるのだとすれば、こうした考え方も徐々に修正が必要になる。こうした文脈もあり「もうリスクオフ時の円高はない」とか「安全資産としての円は昔の話」といった新説が取りざたされるのだろう。

～通説を否定するほどの悲観局面はまだ来ていない～

とはいえ、筆者は米国経済が本格的なダウントレンドに入ったわけでもなく、FRB が緩和路線に入ったわけでもない現段階でそのような新説を謳うのは尚早だと考えている。FRB が利下げに踏み込んだ場合、日米金利差の拡大を当て込んで増えてきた本邦機関投資家の円売り・ドル買いは相応に巻き戻される可能性がある。それは海外投機筋においても同様だ。例えば FRB が正常化プロセス



に着手した 2013 年以降、投機筋の円持ち高は基本的に売り超過である(図)。しかし、新興国を中心とする世界経済の減速や英国の EU 離脱方針決定などが重なった 2016 年上半期はそうしたポジションの解消が進み、円買い超過へ振れた。この間、ドル/円相場は 120 円から 99 円まで急落している。悲観ムードに支配された時、為替市場では円高が隆盛を極めるといった性質が垣間見られた時期であったと考えられる。また、経常黒字の「稼ぎ方」が変わったとはいえ、世界最大の対外純資産国というステータスが変わったわけでもなく、その事実自体が安全資産(safe haven)としての円への需要を保証する部分も相応にあるだろう。構造的な変化を受け、かつてほど「実需の円買い」が発生しづらくなっていることは重要な事実である。しかし、それは「円高になりにくい理由」にはなっても「円安を主導する理由」にはならない。目先を見通す上では、既存の通説を捨て去るほど円高を招来するような悲観局面がまだ訪れてないということに留意したいところである。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

² 例えばリチャード・クー氏は1996年に「投機の円安、実需の円高」という書籍を東洋経済新報社から発刊している。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドログ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドログ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜き出した中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～