

経済情報

[日本]

足元の円安の要因と国際収支の動向について

【要旨】

- ◇ 年初来の一段の円安を受けて、円安の要因として日米金利差だけではなく国際収支の変化にも注目が集まっている。
- ◇ もっとも、国際収支のうち経常収支は大幅な黒字で改善傾向にあるため、足元の円安の主因とは言い難い。また、金融収支では対外債券投資による資金流出が増えているものの、国際収支の構造変化というよりは内外金利差拡大に起因している。全体として、収支と実際の為替需給には乖離があることを考慮しても、国際収支に由来する円売りフローは減少傾向にあるとみられる。
- ◇ 一方、足元では投機筋による円売りポジションが高水準にある。米国では政策金利は高水準にあるものの景気は依然底堅く、金融環境も安定していることが、投機筋のリスク許容度を高めている可能性がある。
- ◇ 以上より、足元でも円安の主要因はあくまで日米金利差であるとみる。そのため、米国にて漸進的な利下げの開始が近付いているとの見方が強まれば、緩やかに円高が進むと予想する。

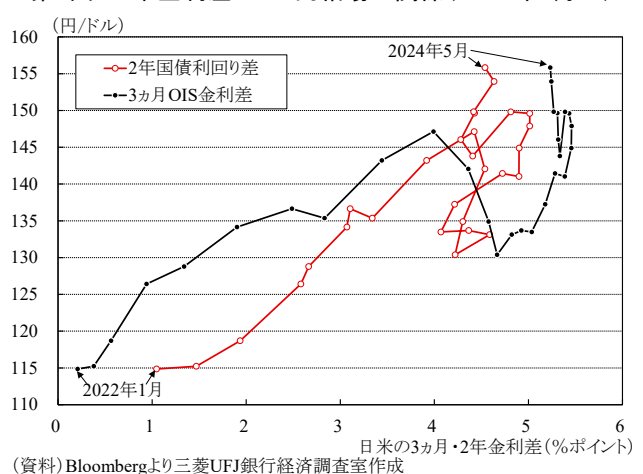
1. 年初来の一段の円安を受けて、国際収支の変化に注目が集まっている

2022年のロシア・ウクライナ紛争勃発以降、ドル円相場は円安が続いている（第1図）。この間のドル円相場は、どの期間の金利を参照するかによって見え方は多少異なるものの、日米金利差と概ね連動しており（第2図）、低金利通貨（円）で資金調達を行い、高金利通貨（ドル）で運用するキャリートレードが活発化していることが示唆される。

第1図：ドル円相場の推移



第2図：日米金利差とドル円相場の関係（2022年1月～）



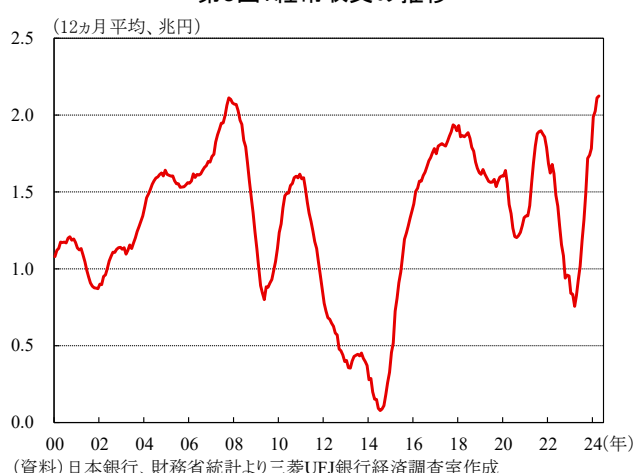
もっとも、今年に入ってから日米金利差がそれほど変化していないにも拘わらず、一段と円安が進行している。このような状況下、国際収支の変化を円安の要因として指摘する報道も散見される。そこでは、例えば、1月に始まった新しい NISA を活用して個人が海外への投資を活発化させていることや、デジタル化進展により海外の IT 企業への支払い（所謂デジタル赤字）が増加していること等が円安の要因として挙げられている。そこで、次節からは国際収支の動向について詳しくみていく。

2. 経常収支は改善傾向にあり、足元の円安の主因とは言い難い

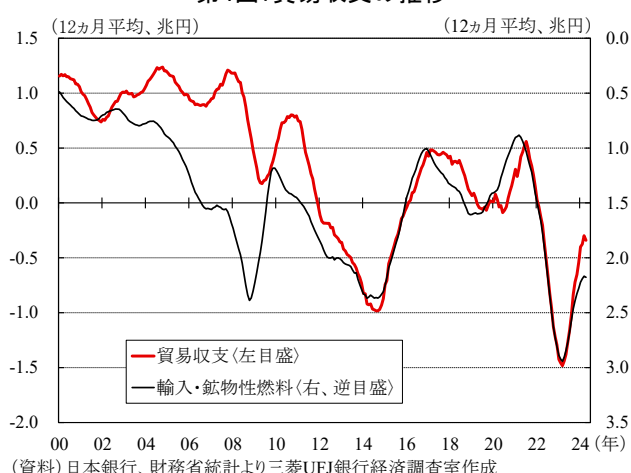
国際収支は、財貨・サービスの取引と所得の受払及び経常移転を記録する経常収支、資本移転と非金融非生産資産の取得処分を計上する資本移転等収支、居住者と非居住者の間で行われた金融資産負債に係る取引を計上する金融収支から構成される。これらのうち、資本移転等収支はその他の 2 項目と比べて規模が極めて小さいため、本節で経常収支、次節で金融収支の動向をみていく。

足元、経常収支は黒字幅が拡大傾向にあり、その水準も高い（第 3 図）。経常収支は、更に貿易収支、サービス収支、第 1 次所得収支、第 2 次所得収支に分類される。まず、貿易収支は赤字基調で推移しているものの、赤字幅は縮小傾向にある（第 4 図）。日本の貿易収支は、東日本大震災以降、原子力発電所稼働停止に伴い液化天然ガス（LNG）の輸入量が増加したこともあり、燃料輸入額との連動性が高い。ロシア・ウクライナ紛争により急騰した燃料価格がピークアウトしたことが、貿易収支の改善に寄与している。

第3図：経常収支の推移



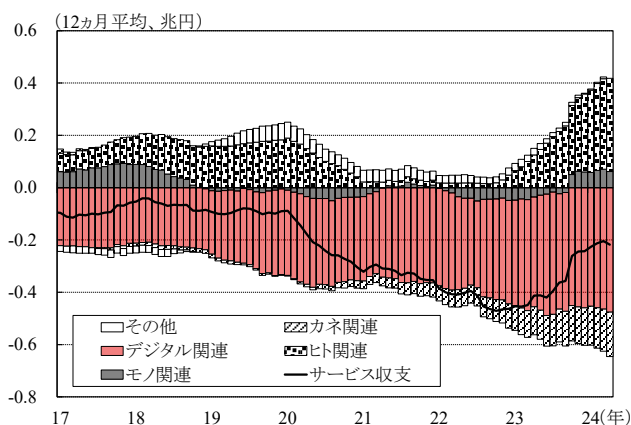
第4図：貿易収支の推移



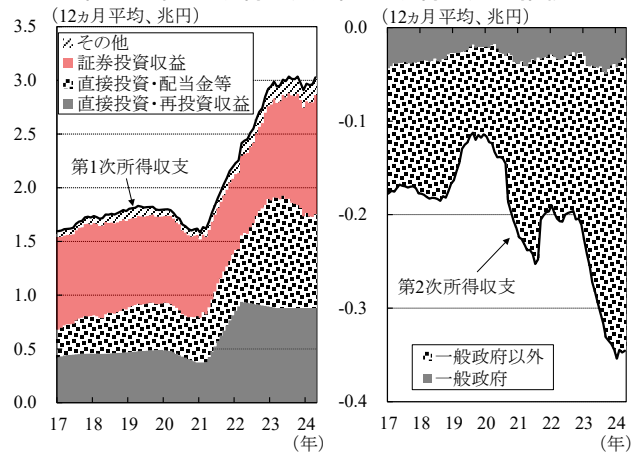
次に、サービス収支をみると、赤字幅はコロナ禍前に比べれば拡大しているものの、2023 年から縮小傾向にある（次頁第 5 図）。第 5 図では、松瀬・齋藤・森下[2023]に倣い、サービス収支をその特性ごとに 5 つに分類している。コロナ禍前と比べて赤字幅が拡大している第 1 の要因は、『デジタル関連』収支の悪化である。ここには、ウェブサイトの広告スペースの売買代金、ソフトウェアのダウンロード代金やクラウド・サービスの利用料、ソフトウェアの製造・販売や音楽・映像の配信に伴う各種ライセンス料などが計上される

著作権等使用料等が含まれる（松瀬・齋藤・森下[2023]）。コロナ禍をきっかけに、企業ではデジタル化が進展した（例えば、在宅勤務が普及した）ほか、個人でもサブスクリプションサービスの利用が増え、海外企業への支払いが増加しているとみられる。また、赤字幅拡大の第2の要因は、『カネ関連』収支の悪化である。ここには、保険・年金サービスと金融サービスが含まれ、前者の支払いが増加している。その要因として、松瀬・齋藤・森下[2023]は、「国内で投資性の強い保険商品の契約が増えている中、本邦の保険会社が市場リスクを抑制するために海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約も増加している」ことを指摘している。他方、2023年からの赤字縮小を牽引しているのは、『ヒト関連』収支の改善である。ここには旅行関連項目が含まれ、水際対策の撤廃に加えて、円安が追い風となってインバウンド消費が急速に回復したことが収支改善に寄与している。総じてみれば、第1節で言及したデジタル赤字の拡大は『ヒト関連』収支の改善によって、ある程度相殺されており、足元で円売り需要を増加させているとは言い難い。

第5図：サービス収支の推移



第6図：第1次所得収支・第2次所得収支の推移



最後に、第1次所得収支と第2次所得収支についてみていく。第1次所得収支は、主に直接投資収益と証券投資収益から構成される^{（注1）}。共にコロナ禍前に比して増加しており（第6図）、円安が直接投資収益・証券投資収益の両者、海外での利上げが証券投資収益のうち特に債券利子の改善に寄与しているとみられる。一方、第2次所得収支は悪化傾向にある。赤字幅の大半を占める『一般政府以外』には、非生命保険の取引のうち、保険料からサービス部分（保険会社の事業費）を除いた純保険料及び保険金が含まれる。そのため、「海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約」の増加が、サービス収支のみならず第2次所得収支の悪化に繋がっている可能性がある。

以上の通り、経常収支には細かくみれば悪化している項目はあるものの、全体としては改善傾向にあり、経常収支が足元の円安をもたらしているとは想定し難い。

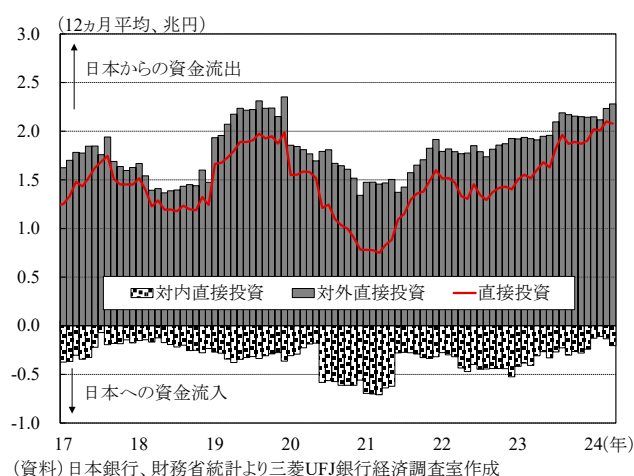
（注1） 直接投資には「議決権の割合が10%以上の出資関係がある親子会社間の投資および一定以上の間接的な出資関係がある企業間の債券投資や貸借取引」が計上され、子会社からの利益配当金や支店から本社に送金された収益等が「配当金・配分済支店収益」として計上される。また、子会社の内部留保を親会社の持ち分比率に応じて計上したものが「再投資収益」となる。配当金や債券利子のうち、直接投資収益に該当しないものが、証券投資収益として計上される（日本銀行国際局[2022]）。

3. 金融収支においては、対外債券投資増加により円安圧力が生じている可能性がある

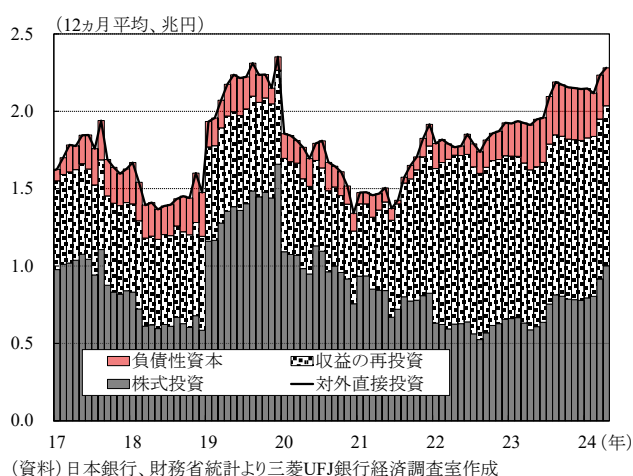
金融収支は、主に取引される金融商品に基づく形で、直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資、外貨準備に分類される。これらのうち、まず直接投資についてみると、対外直接投資の拡大に伴い、日本からの資金流出が増加している（第7図）。但し、対外直接投資のなかには、子会社の内部留保である『収益の再投資』が相応に含まれ（第8図）、ここでは新たな資金流出が生じている訳ではない点に留意を要する（注2）。

（注2） 国際収支統計においては、「子会社が内部留保した利益は、いったん親会社に配分された後、再び親会社によって投資されたものとみなして計上するため、この項目には『第一次所得収支』において『直接投資収益』に計上した『再投資収益』と同額が『収益の再投資』に計上される（日本銀行国際局[2022]）。

第7図: 直接投資の推移

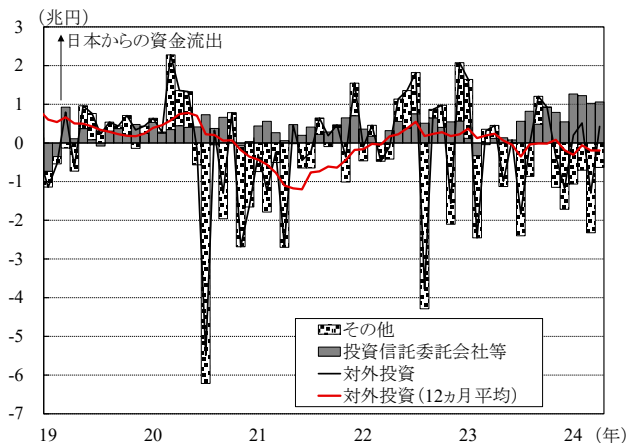


第8図: 対外直接投資の推移



次に、証券投資は、「株式・投資ファンド持分」、「債券」に分類される。「株式・投資ファンド持分」について、対外投資の動きをみると『投資信託委託会社等』による取得が今年に入り増加している（次頁第9図）。これは、第1節で言及したように新NISA開始を受けて個人による海外投資が活発化した影響とみられる。もっとも、『その他』の処分が増加しており、対外投資全体では若干のマイナス基調（対外証券の処分が取得を上回る状況）で推移している。『その他』の処分増加は、「信託銀行（信託勘定）」（大部分が年金基金とみられている）が牽引している。年金基金では資産毎に予め保有比率を定めているため、円安も相俟って外国株式の円建て価格が上昇している局面では、保有比率（上昇）を抑制するために外国株式の売却が行われているとみられる。また、対内投資は2023年に入ってからプラスに転じている（次頁第10図）。この点、日本企業のガバナンス改善の更なる進展期待や、インフレ率の上昇、円安による割安感等が海外投資家による日本株買いに繋がっていると報じられている。このように、株式・投資ファンド持分を巡る資金フローにおいて、日本からの資金流出は増えておらず、円売りが強まっている訳ではない。

第9図: 対外株式・ファンド持分投資の推移



(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 対内株式・ファンド持分投資の推移



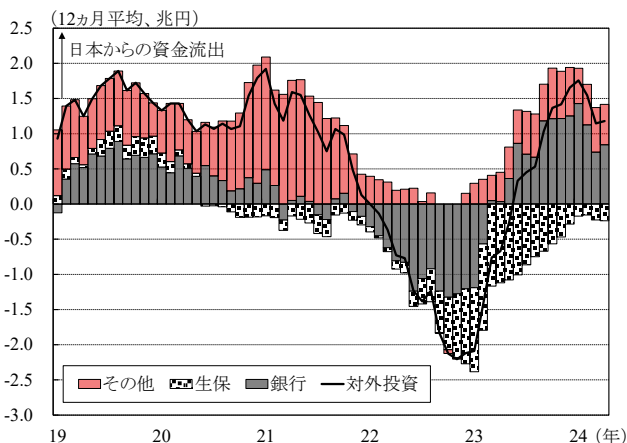
(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

他方、「債券」を巡る資金フローでは、日本からの資金流出が増加している。まず、対外投資は、ロシア・ウクライナ紛争勃発後の世界的な利上げ局面で一時的に大きくマイナスとなったものの、足元ではプラス（対外証券の取得が処分を上回る状況）に転じている（第11図）。この間、『生保』のマイナス幅が縮小している。その背景には、ヘッジコストの上昇を受けて2022年度から為替ヘッジを付けた外債の残高を減らしてきた一方、当面米国では高金利が続き、ドル円相場も膠着するという見方に基づき、オープン外債（為替ヘッジをつけない外債）の残高を増やしてきたことがある^(注3)。このような動きは、典型的なキャリートレードであり、一定の円安圧力をもたらした可能性がある^(注4)。また、対内投資はマイナスに転じており（第12図）、これには日本でも金融政策正常化が進むとの観測が生じ、そして実際に正常化が進んだことが背景にあるとみられる。但し、海外投資家の多くは為替ヘッジ付きで日本国債に投資を行っていると思定され（寒川[2020]）、対内投資のマイナスは必ずしも円売り（の増加）を意味しない。

(注3) 日本経済新聞「生保4社、為替ヘッジなしで外債投資 円相場膠着見込む」、2023年10月26日。

(注4) 『生保』の対外投資はマイナスであるものの、為替ヘッジ付きの保有外債の売却は為替の需給に影響を与えず、オープン外債購入の分だけ円売りフローが生じることになる。なお、『銀行』の外債投資は大部分が外貨でファイナンスされているため（棚瀬[2020]）、足元の対外投資増加は為替の需給に影響を与えていないとみられる。

第11図: 対外債券投資の推移



(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 対内債券投資の推移



(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

以上のように、金融収支では対外債券投資の拡大が一定の円安圧力をもたらしている可能性があるものの、これは国際収支の（構造）変化を表しておらず、内外金利差拡大に起因するキャリートレードの一種と見做せる。

4. 国際収支全体では、円売りフローは減少しているとみられる

第2節では経常収支が大幅な黒字であることを確認したものの、経常収支の黒字は同額の円買い需要が生じていることを意味しない。例えば、貿易取引の通貨別比率をみると、輸入の方が外貨建て取引の割合が高い（第13図）^{（注5）}。そのため、仮に貿易収支がゼロである（輸出入の金額が同じである）としても外貨の受取りよりも支払いが多くなり、円売りフローが生じることになる。また、第一次所得収支のうち直接投資の再投資収益は、子会社の内部留保であるため円買いは発生しない。この点、金融収支においても、第3節で既に言及したように収支と実際の為替需給の間には乖離が存在する。

もっとも、棚瀬[2020]の手法に基づき、経常収支・金融収支から実際の為替の需給を推計してみても、円売りフローは昨年末頃からむしろ減少傾向にある（第14図）^{（注6）}。また、金融収支に由来する円売りフローは増加しているものの、第3節で述べた通り内外金利差拡大を受けた対外債券投資増加の影響が大きい。

（注5） 佐藤[2023]は、貿易建値通貨の選択における定型化された事実の1つとして「原油などの一次産品のように同質的な財は基軸通貨建て（ドル建て）で取引される」ことを挙げている。すなわち、日本の輸入において一次産品が相応の割合を占めていることが、外貨（USD）建て取引の割合の高さに寄与している。

（注6） 具体的には、棚瀬[2020]に基づき、以下のような仮定に基づき推計を行っている。

貿易収支：輸出入共に、外貨建て取引の割合に応じて為替取引が発生。2024年1-4月の通貨別比率は未公表のため2023年7-12月と同様。

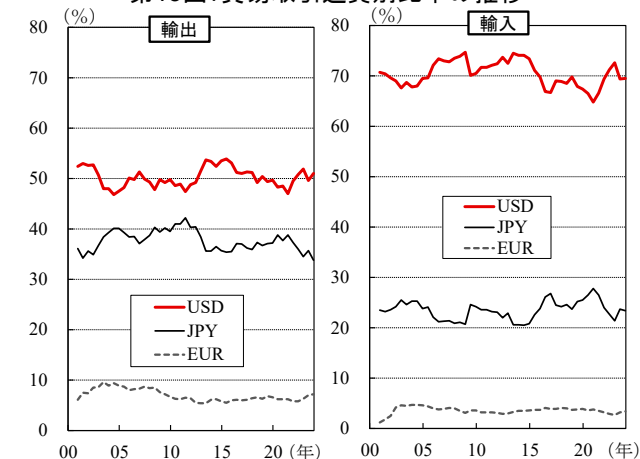
サービス収支、第2次所得収支、資本移転等収支：全てで為替取引が発生。

第1次所得収支：「再投資収益」は控除。「配当金・配分済支店収益」、「証券投資収益・債券利子」について80%、その他の部分は100%で為替取引が発生。

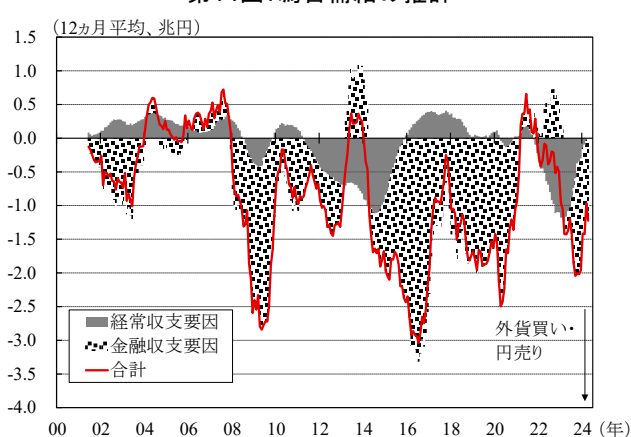
直接投資：対外・対内共に、「収益の再投資」控除後の金額の70%で為替取引が発生。

証券投資：債券は対外が60%、対内が30%で為替取引が発生。株式・投資ファンド持分は対外が90%、対内が2008年まで95%、2009年以降80%で為替取引が発生。

第13図：貿易取引通貨別比率の推移



第14図：為替需給の推計

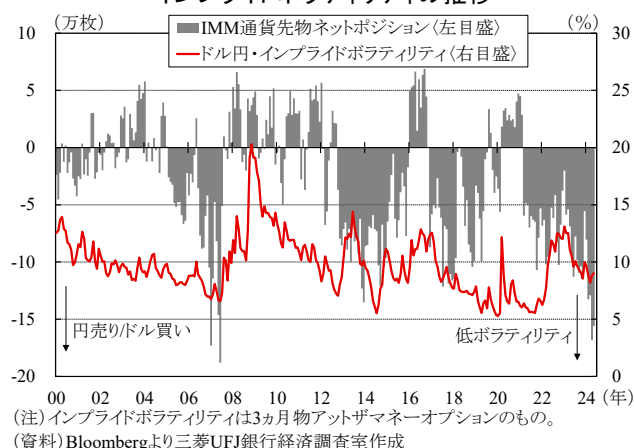


5. 安定した金融環境の下、投機筋の円売りポジションは高水準

国際収支に起因する円売りフローは足元減少している一方、国際収支では捕捉されない投機筋の円売りポジションは拡大している（第15図）^{（注7）}。

（注7） なお、棚瀬[2020]によれば、主要な投機筋であるヘッジファンドは IMM（シカゴ・マーカンタイル取引所の国際通貨市場）をあまり利用しないため、「IMM のポジションの規模は実際の投機的取引の規模よりも遥かに小さいとみられている」。すなわち、IMM のデータを以てしても、投機筋のポジションの全てを把握できる訳ではない点には留意を要する。

第15図：ドル円の投機筋ポジションと
インプライドボラティリティの推移



第16図：シカゴ連銀金融環境指数の推移



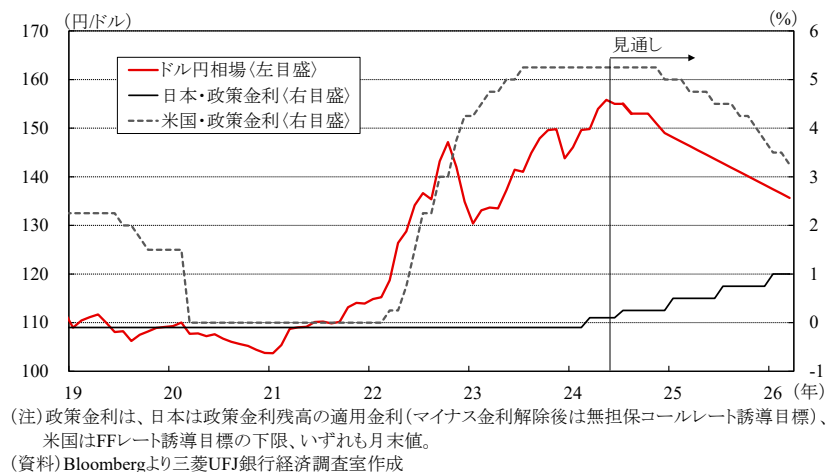
本来、「カバー無し金利平価」と呼ばれる理論の下では、低金利通貨（円）と高金利通貨（ドル）間の金利差収益は高金利通貨の減価によって相殺されるため、キャリートレードによって超過収益を獲得することはできない。しかし、実際には、少なくとも一定の期間においては「カバー無し金利平価」は成立せず、キャリートレードから超過収益が生じることが指摘されている（棚瀬[2020]）。そして、キャリートレードのポジションは、低ボラティリティ環境下で構築されやすく、低金利通貨の減価と低ボラティリティ環境の間には、相互依存関係があるとの指摘もある（一上・小山[2007]）。つまり、安定的な金融環境が続くとの予想が維持されるほどキャリートレードが活発化しやすいといえる。これらの点を足元の状況に照らすと、ドル円通貨オプションのインプライドボラティリティ（予想変動率）は昨年から低下傾向にある（第15図）。また、米国の金融環境を包括的に表す指標としてシカゴ連銀金融環境指数をみると、こちらも低下している（第16図）。米国では政策金利が高水準にあり、一部地銀の経営破綻が生じたものの、景気が底堅く推移するなか、顕著なボラティリティの上昇やクレジットスプレッドの継続的な拡大はみられず、金融環境は安定している。このような環境が、投資家（投機筋）のリスク許容度を高めて、キャリートレードのポジション拡大に繋がっている可能性がある^{（注8）}。

（注8） また、塩沢・古賀・木村[2009]では、世界金融危機前の円安進行局面において、内外金利差の拡大及びそれに伴うキャリートレードの超過収益拡大そのものが、投資家のリスクアペタイトを高め、キャリートレードポジションを（一段と）拡大させたと分析している。

6. 米国での漸進的な利下げ開始の予想が強まれば、緩やかな円高が進むと予想

これまで見てきたように、足元で顕著な動きとして対外債券投資や投機筋の円売りポジションの拡大が挙げられる。この点を踏まえると、年初来の円安の要因も主に日米金利差、そしてそれが短期的にはそれほど縮小しないという市場の予想にあるとみる。裏を返せば、米国にて景気が一段と減速し、漸進的な利下げの開始が近付いているとの見方が強まれば、緩やかに円高が進むと予想する（第17図）。

第17図：ドル円相場と日米政策金利の見通し



以 上

(令和6年6月21日 矢吹 彩 sai_yabuki@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

参考文献

- 一上響、小山賢太郎「為替市場のボラティリティとカバー無し金利平価」、日本銀行ワーキングペーパー、No. 07-E-22
- 寒川宗穂太郎（2020）「現物国債市場における海外投資家の投資行動」、日本銀行ワーキングペーパー、No. 20-J-4
- 佐藤清隆（2023）「円の実力——為替変動と日本企業の通貨戦略」、慶應義塾大学出版会
- 塩沢裕之・古賀麻衣子・木村武（2009）「キャリートレードと為替レート変動——金利変動が市場参加者のリスク認識に与える影響——」、日銀レビュー、No. 09-J-5
- 棚瀬順哉（2020）「国際収支の基礎・理論・諸問題：政策へのインプリケーションおよび為替レートとの関係」、財経詳報社
- 日本銀行国際局（2022）「国際収支関連統計：項目別の計上方法」
- 松瀬濤奈、齋藤誠、森下謙太郎（2016）「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」、日銀レビュー、No. 23-J-9

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。