

目先の円高・ドル安を示唆する基礎的収支

担当：井上(inoueka@sumitomotrust.co.jp)

為替市場では10月に入って外債投資が活発になったことで円が下落したと言われるが、過去のデータでは月々の対外証券投資と為替相場の変化は必ずしも連動しない。理由は、証券投資以外に経常収支や直接投資なども為替需給に影響する、為替需給が相場を動かすまでにはタイムラグを伴うためである。そこで為替需給を総合的に表す「基礎的収支」をもとに足許の為替水準を判断した。

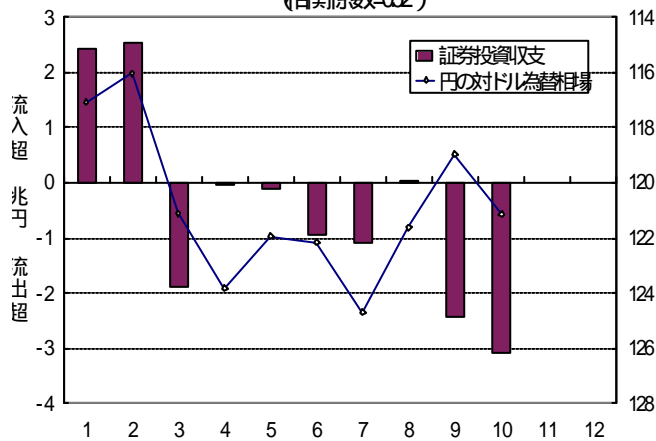
1. 証券投資には季節性があり為替相場の動きと一致しない

為替市場では、10月に入って機関投資家の外債投資が活発になったことが最近の円安基調をもたらしたと言われる。確かに、証券投資収支（対内証券投資 - 対外証券投資）は10月中旬までの約定分で3.1兆円の赤字（純資金流出）となっており、円相場が一時123円台に下落したのとタイミングは一致する（図1）。

しかし、今年のように証券投資収支と為替相場が連動するのはむしろ例外であり、これまでは両者の関係が必ずしも明確ではなかった。1995年以降の平均で見ると、わが国からの対外証券投資が増えたからと言って月々の為替相場がそれに連動していた訳ではない（図2）。相関係数を計測しても0.20に止まり、証券投資収支と為替相場の相関はあまり強くない。

図1

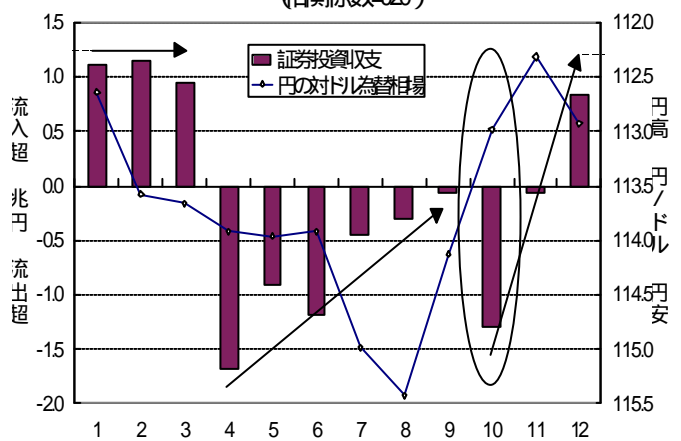
証券投資収支と為替相場の関係：2001年中
(相関係数=0.62)



図注：2001年10月の証券投資収支は中旬までの約定ペース。

図2

証券投資収支と為替相場の関係：1995~2001年平均
(相関係数=0.20)



資料：財務省ほか

対外証券投資の持続性についても疑問が残る。と言うのも、過去7年間を平均すると証券投資収支は期初の4月、10月に赤字が膨らむものの、期末の9月、3月にかけて赤字が縮小ないしは黒字（純資金流入）に転じるという季節パターンが読み取れるからである。特に下期は年度末を控えて決算対策の利益確定売り（資金引き上げ）が早くから始まり、平均的には11月に証券投資収支の赤字が縮小し12月からは4か月連続で黒字になる。

月々の証券投資収支と為替相場の関係が希薄な理由は、第1にすべての外債投資が円資金をドルに代えて行うのではなく、ドル資金を直接調達する場合もかなり含まれるため為替需給に影響を与える部分が限られることである。第2に、円資金をドルに代えて投資する場合は先物で為替ヘッジすることが多く、ヘッジ比率が高くなるほど為替需給に影響を与えなくなる。逆に、投資が行われた後でもヘッジ比率を変えるだけで為替需給に影響が及ぶ。第3として、仮にヘッジ比率が低かったとしても、どのタイミングで円をドルに転換するのかによって為替需給に与える影響はかなり違ってくる。

これらの要因はいずれも、証券投資収支と為替相場の関係が月単位ではなく、ある一定期間、例えば四半期から半年間を均してみても初めて捉えられることを示唆する。また、そもそも為替需給を左右する要因としては証券投資収支以外にも、物とサービスの取引に関する経常収支や、M&Aなど資本輸出入についての直接投資収支などがあり、すべてを合算した「基礎的収支（＝経常収支＋直接投資＋証券投資）」の動きを見るべきであろう。

2. 基礎的収支のトレンド変化は為替相場の動きに先行

90年代以降について半年単位で見ると、基礎的収支の黒字が拡大し海外からの資金流入が増えると円高・ドル安になり、逆に基礎的収支の黒字が縮小（あるいは赤字に転換）すると海外からの資金流入が減って（国内資金が流出して）円安・ドル高になるという関係が成り立っている（次頁図3）。基礎的収支が為替変動に1半期先行すると仮定した場合の相関係数は0.84となり、両者が密接に連動していることを裏付けている。

ここ数年は、1999年以降基礎的収支の黒字が拡大したのに伴って一旦100円台前半へと円高が進んだ後、昨年後半からは基礎的収支の黒字が縮小し始め為替相場も120円台前半まで円安に振れている。基礎的収支の中身を見ると、1999年以降の黒字拡大は対外投資の勢いが鈍って証券投資収支が赤字から黒字に転じたことが主因であり、最近の黒字縮小は生産拠点の海外移転が増え直接投資収支の赤字が拡大するとともに、海外生産品の国内輸入が増え経常収支の黒字も縮小していることが背景にある（次頁図4）。

生産の海外シフトと製品輸入の増加は今後さらに加速し、経常収支の黒字縮小と直接投資収支の赤字拡大は中長期的な趨勢として定着することが予想される。従って、わが国基礎的収支は残る証券投資収支が赤字、黒字どちらに振れるのかによって基調となる黒字縮小のスピードが左右されよう。月々の振れは別として、四半期から半年単位で見ると証券投資収支が基礎的収支、延いては為替相場を動かす重要な要因であることは間違いない。

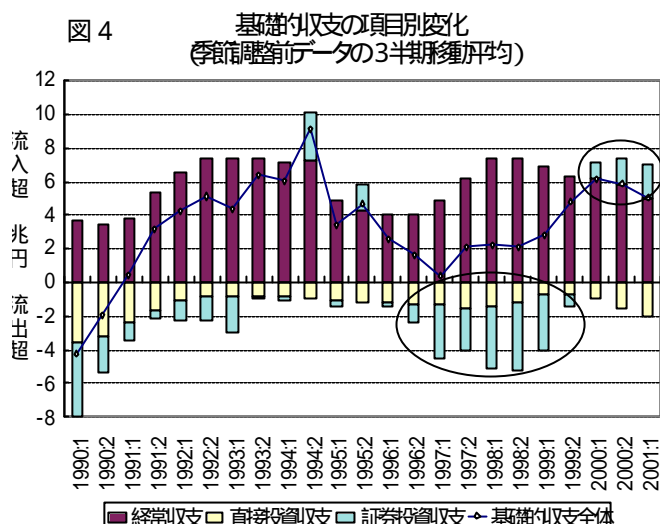
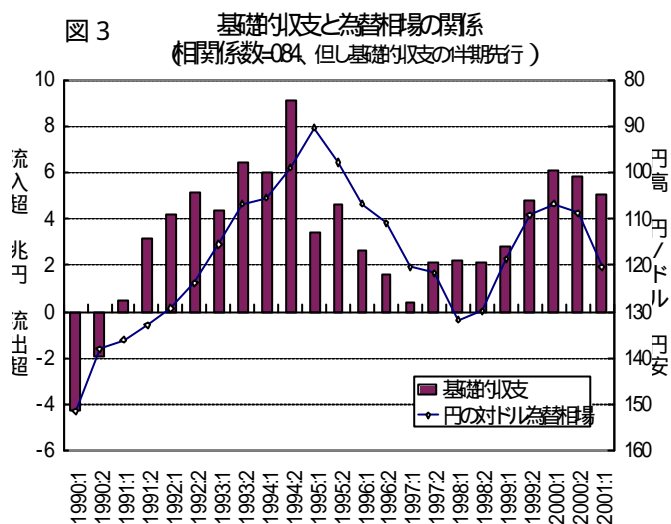


図3～4とも資料：日銀、財務省ほか

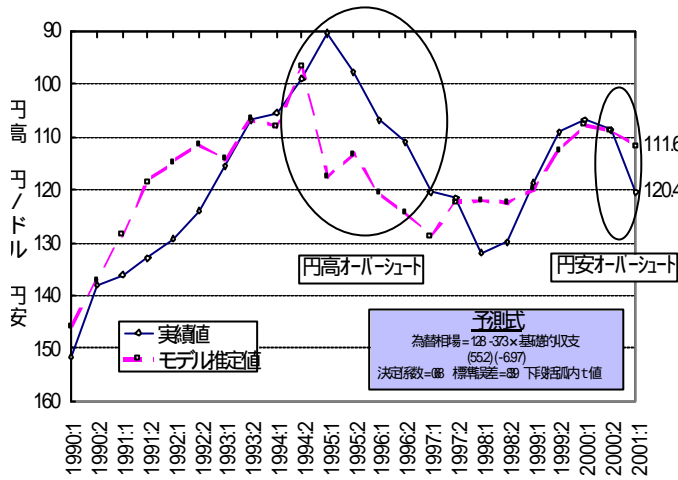
3. 基礎的収支から判断すると足許の円は割安、ドルは割高

基礎的収支の変化から円の対ドル為替相場を予測すると、過去のデータに基づく説明力は68%であった(次頁図5)。説明力がやや低めなのは、一時80円台前半まで円高が進んだ1995～96年の為替相場の動きを十分にフォローできなかったためである。今年上期の為替相場は平均で120円であるが、モデルの推定値は112円となった。足許では円安がさらに進んで122円前後で推移しており、経常収支の黒字縮小などでモデルの示唆する水準が118円程度に下落していることを考慮しても、依然として円安方向にややオーバーシュートしていると判断できる。

一方、米国でも一定のタイムラグはあるものの、基礎的収支の黒字転換とその後の黒字拡大が90年代を通じたドル高基調と同時併行していた。実際に3半期のタイムラグを考慮した場合、基礎的収支と為替相場の相関係数は0.93となり、わが国と同じ考え方で基礎的収支でドルの実効為替相場を説明するモデルを推定したところ説明力は86%であった(次頁図6)。モデルの予測によれば基礎的収支が示す為替需給のバランスに比べて、今年上期の平均水準でドルの実効為替相場は6.3%過大評価されている。これは対円および対中南米通貨で実態以上にドル高が進んだためと考えられる。

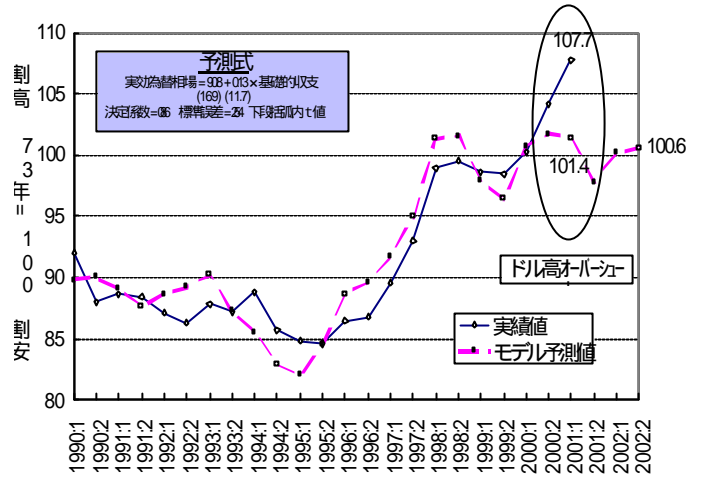
米国では、昨年来の株価下落の影響で証券投資や直接投資を通じた海外からの資金流入も頭打ちになってきている。金利低下で米国の債券はキャピタルゲインが期待できるものの米国企業の業績や株価の先行きが不透明なことから、10月に入って急回復したわが国の対外証券投資がすぐに腰折れる可能性は高く、為替相場は年末にかけて一旦は円高・ドル安に振れることが予想される。

図5 基礎的収支から見た為替相場の推定結果



資料：日銀、財務省ほか

図6 米国基礎的収支から見たドル実効為替相場の予測



：米商務省、財務省ほか

このように日米両国の基礎的収支から見て、少なくとも足許では円は割安、ドルは割高という評価になっており、為替需給のバランスは目先の円高・ドル安を示唆している。

4. 基礎的収支の黒字縮小は続き、来年末にかけて再び円安基調

その後来年末にかけては、わが国基礎的収支の将来シナリオをもとに予測を行った。結果を要約すると以下ようになる。前提となるシナリオは次頁表1の通りである。

「標準シナリオ」は経常黒字の縮小と直接投資赤字の拡大は今後も続くが、証券投資収支は流入と流出が均衡しゼロのまま推移すると想定する。このとき基礎的収支は黒字縮小が進み、為替相場も2002年下期平均で125円となる（図6参照）。

「対外投資回復シナリオ」は経常黒字の縮小と直接投資赤字の拡大が続く中で証券投資収支の赤字が拡大すると想定する。結果的に基礎的収支の黒字縮小は加速し、円安・ドル高も急ピッチで進む。2002年下期平均の為替相場は132円にまで下落する。

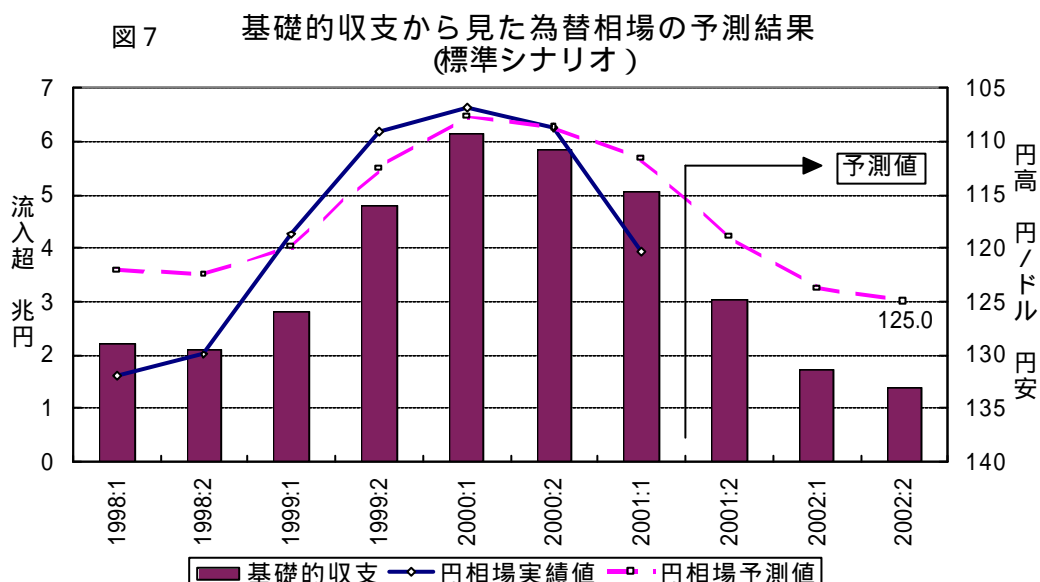
「対外投資停滞シナリオ」は対外証券投資が伸びず、逆に割安感から対日証券投資が活発になると想定する。基礎的収支の黒字縮小は2002年に止まって為替相場の予測値は118円を示すことから、現在の円安の流れが反転し円高に向かう。

わが国の景気底入れは来年度後半以降にずれ込むと見られ、金利はほぼ横ばいで株価もはっきりと低迷状態を脱することは難しいと予想される。従って、米国市場にも懸念は残るものの軍事行動が長期化せず年内に終結するとの前提に立てば、来年度に入って国内での運用難を背景に対外証券投資は徐々に回復すると見られ、上記の標準シナリオに近い姿が実現し

よう。経常収支の黒字縮小と直接投資の赤字拡大によりトレンドとして基礎的収支の黒字は縮小していくため、円の対ドル相場は来年末にかけて120円台後半まで下落する可能性が高い。

表1 予測シナリオの詳細
[予測期間 2001年下期～2002年下期] (実額兆円、前年比%)

暦年	実績値			標準シナリオ		投資回復シナリオ		投資停滞シナリオ	
	1999	2000	2001上	2001	2002	2001	2002	2001	2002
基礎的収支合計	7.7	12.5	5.0	7.5	2.8	6.5	-1.2	8.5	6.8
経常収支	12.2	12.6	5.0	9.4	8.0	9.4	8.0	9.4	8.0
直接投資収支	-1.1	-2.5	-2.0	-4.0	-5.2	-4.0	-5.2	-4.0	-5.2
証券投資収支	-3.3	2.4	2.0	2.0	0.0	1.0	-4.0	3.0	4.0
経常収支前年比	-22.9	3.3	-25.2	-25.1	-15.0	-25.1	-15.0	-25.1	-15.0
直接投資収支同	-58.5	119.8	107.6	59.5	30.0	59.5	30.0	59.5	30.0
証券投資収支同	-61.2	-171.7	111.8	-14.9	-100.0	-49.4	-490.0	49.4	32.2



以上

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。