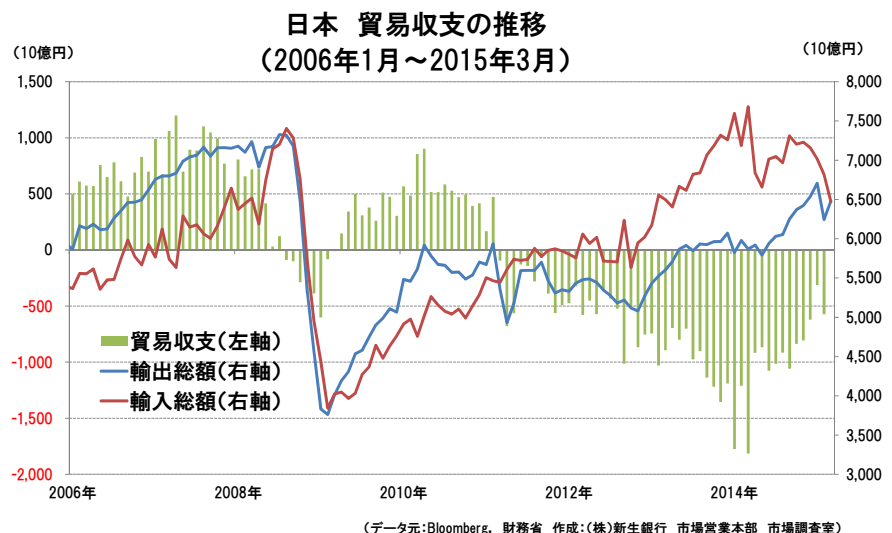


## 2年9ヶ月ぶりの貿易黒字。 今後の見通しを含め整理しておこう。

- 為替：主体性を失っているドル円は、ユーロドルの方向性がポイント。
- 金利：日本国債市場での海外投資家動向は、今後に影響を与えるか。

日本の3月の貿易収支は速報ベースで2,293億円と、12年6月以来2年9ヶ月ぶりに黒字に転換した。

日本の3月の貿易収支は速報ベースで2,293億円と、12年6月以来2年9ヶ月ぶりに黒字に転換した。季節調整済みの輸出入の各総額を見てみると、輸出は平均的に伸び続けている中、輸入が急減していることが確認できる。とはいえ、4月22日の貿易統計発表直後の為替市場では、わずかに円高に触れたぐらいで、殆ど指標に対する反応は見られなかったが、昨年までの収支の悪化傾向から、今年に入り急速に状況が変化してきた。こうしたフローの変化は時間をかけて効いてくる可能性がある。今月は、少し貿易収支について整理しておこうと思う。

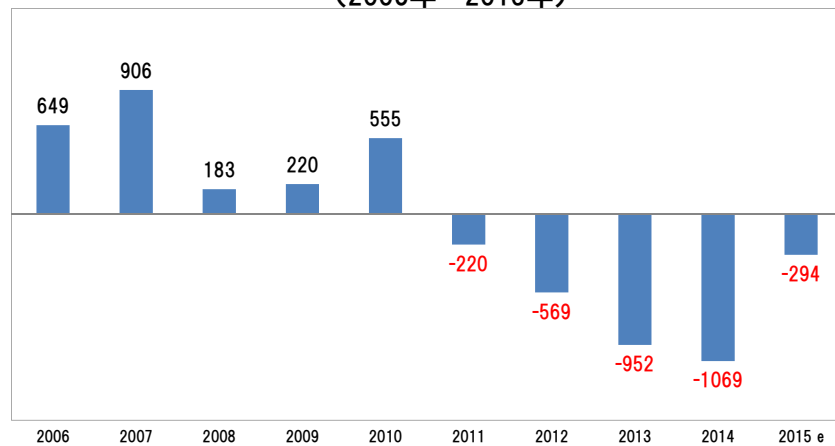


前年からは様変わり  
の貿易収支フロー動  
向。

昨年2014年の貿易収支は、総額11兆9,790億円の赤字で、月次約1兆円の赤字ペースだった。今年に入ってから、収支の改善が目立ってきており、2015年第1四半期の平均は月2,900億円の赤字ペースに大幅減速している(季節調整値ベース)。年ベースに引きなおして考えると、昨年の赤字の約3割程度の3.5兆円程度となり、8.5兆円ほどフローの改善に繋がる見込みとなる。仮に今後の貿易収支が3月のように殆どバランスして推移した場合には、更なる収支の改善が予想される。2011年以降、収支の悪化が続いていた昨年までとは一変、随分様子が変わってきた。また、2008年から9年にかけて黒字が急減し

たとき程ではないものの、原油価格下落が急ただけに収支改善がかなり急速に起こってきている。

貿易収支推移(月次平均 10億円)  
(2006年～2015年)



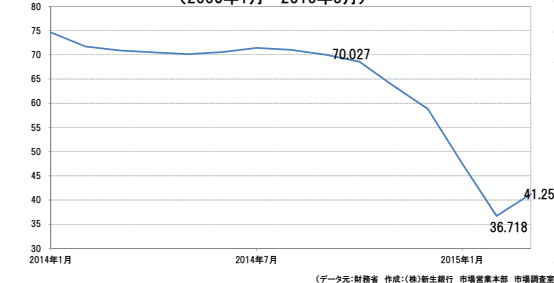
※2015年は1月～3月分平均より算出

(データ元:財務省 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

### 3月貿易収支黒字化の一番の立役者は原油価格。

今回の貿易収支黒字化の一番の立役者は原油価格だ。3月の輸入額減少の寄与度を見ると、殆どを鉱物性燃料の下落で説明できる。それもそのはず、価格の推移を見てみると、2013年末前後に1キロリットルあたり7万円はあった原油及び粗油価格は、昨年末から急速に下落。2月には、前年比約5割安の36,718円まで低下し、3月は、前年比約4割安の41,252円となった模様だ。今後の見通しだが、先行指標となる原油価格(北海ブレント)の推移を見ると、足元の価格は、ピークより約6割程度となっている。この前提を置けば、ドル円レートが現状程度で一定と仮定すると、本邦の2015年の原油輸入価格も4万円台前半で落ち着きそうである。一方、これ以上燃料費下落を軸とした輸入金額減による貿易収支の一層の改善を期待するのは厳しそうだ。日本の総輸入額に占める鉱物性燃料の比率は、今年に入って3割を切ってきており、今世紀に入ってからのトレンドラインを大きく下回った状態が続いているからだ。

原油及び粗油価格推移  
(2006年1月～2015年3月)



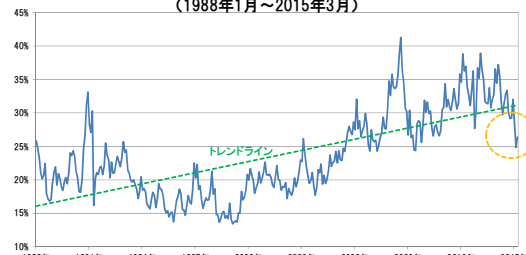
(データ元:財務省 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

ブレント原油価格推移  
(2013年3月～2015年4月)



(データ元:Bloomberg 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

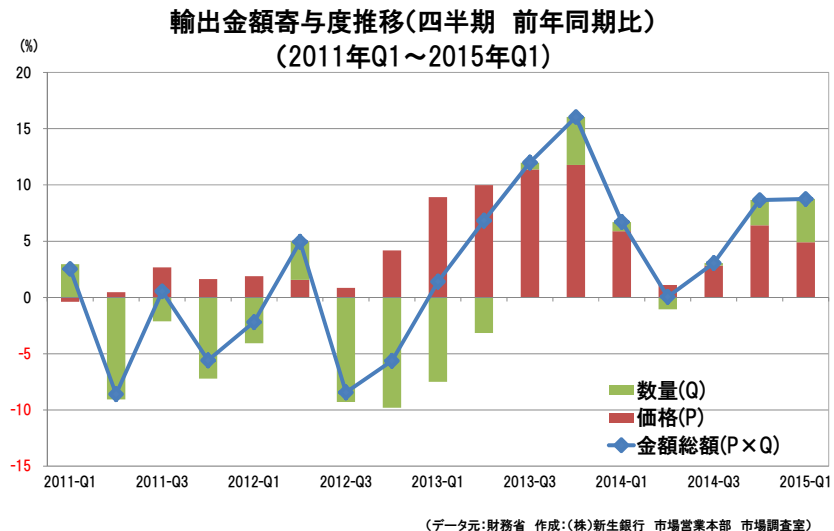
総輸入額に占める鉱物性燃料の割合  
(1988年1月～2015年3月)



(データ元:財務省 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

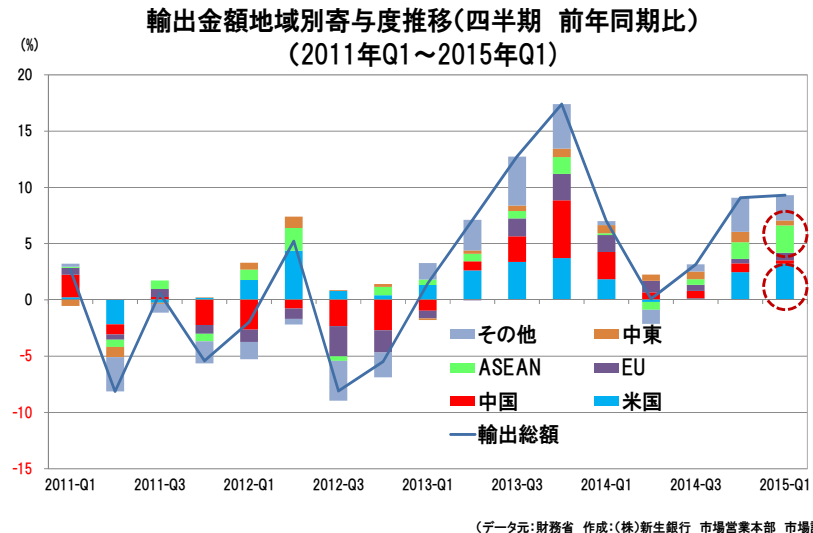
輸出の伸びは、2014年4Qからやっと2期連続で数量の伸びが確認できた。

一方の輸出に目を向けると、昨年第2四半期～第3四半期の伸び悩みを経て、昨年第3四半期以降からは、金額ベースでも伸びが続いている。、四半期ごとの輸出の伸びを価格と数量ベースに少し細かく分解してみると、2013年以降の多くは価格要因(円安要因)で説明できること。また、2013年第4四半期には一度数量ベースで伸びが見られたものの、その後足踏みをし、足元やっと2期連続で数量の伸びが確認できた状況だ。今後も伸びが確保できるかどうかポイントだといえよう。



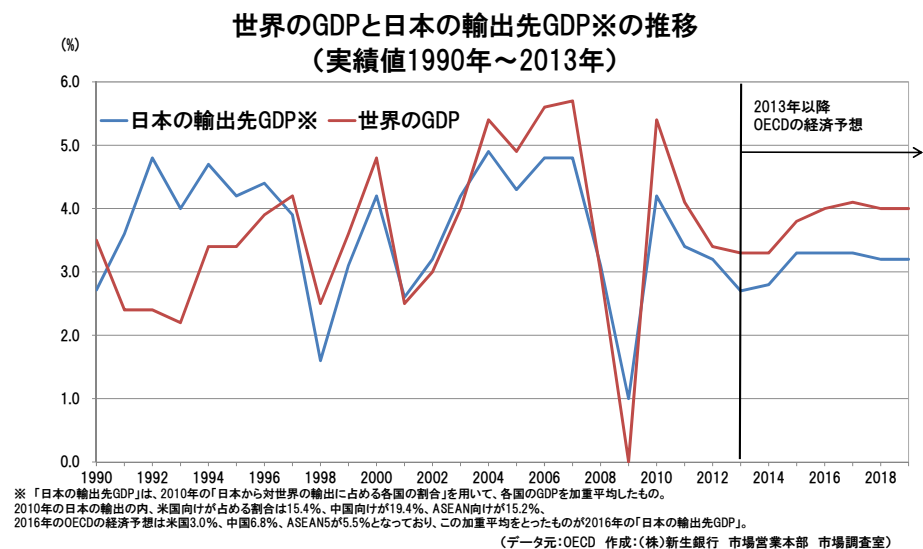
円安ドル高が相応に効いている可能性のある米国向け輸出。

輸出先の伸び率を確認すると、2013年以降対米向けの伸びと共に数量も戻る傾向が見られること、また、2014年前半の停滞前には中国の伸びが著しかったが、昨年Q4からはASEAN向けの伸びが顕著であることがわかる。このデータだけでは、中国向けの伸びが無くなりASEAN向けが伸びていることの理由は説明できないが、足元の傾向から、輸出の伸びの今後の予想には、米国とASEANの成長率見通しがポイントとなってきそうだ。IMFの最新見通しによれば、世界経済の2015年の成長率見通しは3.5%。米国の成長率見通しは0.5ポイント下方修正の3.1%。ASEANは、年初から変わらずの5.2%となっている。ASEANの成長が取り込めるかがまずは注目ポイントだ。また、4月29日に発表された米第1四半期GDPは、予想を大きく下回る弱い数字だったが、日本の貿易収支では米国向けの輸出が伸びていることが確認できている。円安ドル高が相応に効いてきている可能性がある。4月9日に公表された米財務省の為替政策報告書では、日本に対しては、財政政策、構造改革抜きの過度な金融政策依存とならぬよう釘を刺した感があったが、米国の成長以上の日本の対米輸出の伸びが続くようだと、米国からの牽制の可能性も高まるかもしれない。



世界経済の成長を取り込む余地のある日本の輸出。

長期的な傾向を確認すると、1990年代初頭は、日本は世界経済の成長以上に輸出を伸ばしていたことがわかる。また、1998年から2003年までは、世界経済と共に輸出も伸びていたが、それ以降は世界経済の伸びに日本の輸出の伸びが追いついていない状況が続いている。見方を変えれば、世界経済成長を取り込む余地がある日本の輸出、との捉え方もある。現地化の流れも当然あるものの、安定した為替動向や国内投資を呼び込むことにより、このギャップを解消する方向に向かえるかどうか、日本経済にとってのポイントの一つといえそうだ。

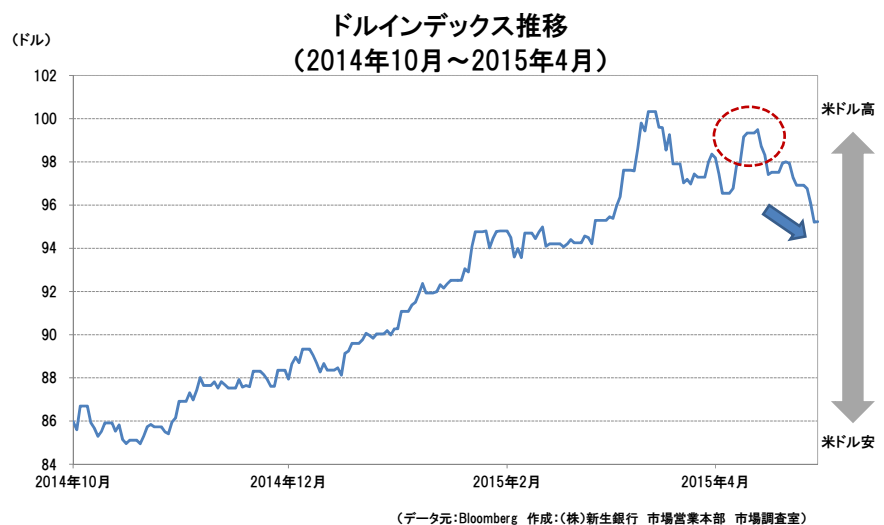


## 5月の為替見通し

4月の振り返り: 一般的に弱い指標の続いた米国。

4月は、米国の弱い雇用統計に始まり、弱い第1四半期 GDP に終わった。その結果通貨ドルも、調整基調となっている。月初 98.50 ドルレベルと高値圏でスタートしたドルインデックスだが、4月13日に99.99ドルと3月の100ドル台の高値にトライしたが失敗。29日のGDPを受け、94.60ドルと安値引けした。3月米雇用統計は、賃金上昇が確認された以外は、非農業部門雇用者数が市場予想を大幅に下回ったことをはじめとして全般に弱かった。もっとも、月半ばにかけては、ユーロ安を中心にドルが再び上昇する局面もあった。というのも、4月9日に公開された3月FOMC議事録で、市場が予想する今年9月～12月頃の利上げ開始時期判断に変化を及ぼす内容が無かったことや、欧州でギリシャ支援交渉を巡って当事国のギリシャ交渉団が迷走したことから、ユーロは13日に対ドルで1.0521と3月に続き2番底を着け、ドル円では14日に126.10円の2013年6月以来の安値、スイスフランでもユーロ安が進んだ。

転機は、14日の弱かった3月の米小売売上高で、ユーロが反発。浜田内閣参与の一層の円安進行牽制とも取れる発言もあり、ドル円も120円台から119円へ引き返した。

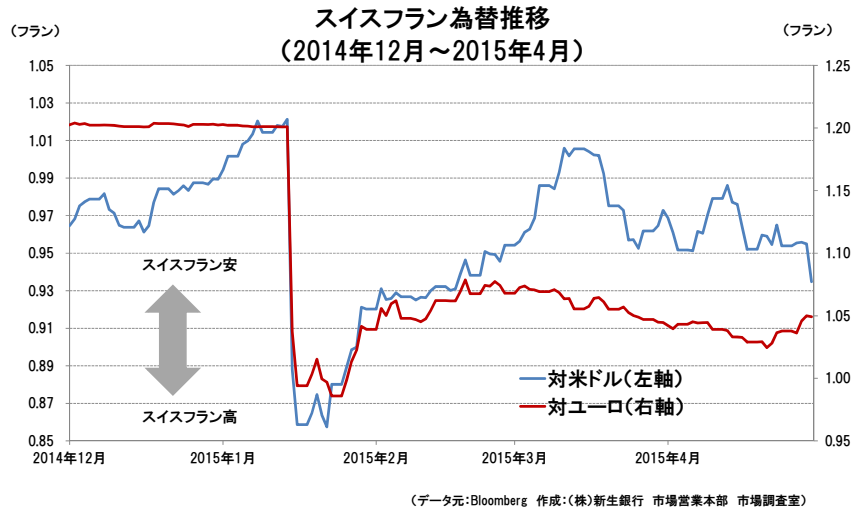


米国第1四半期 GDP は、事前予想を大幅に下回る年率 0.2%。ドル売り強まる。

29日に発表になった米国第1四半期 GDP は、悪天候や、港湾のスト、ドル高による影響を加味した控えめな市場の予想をも大きく下回る結果で、ドルは対ユーロ、豪ドル等で大きく売られた。全米 GDP の 10%程度を占めるダラス連銀活動指標などで、シェール開発関連産業の活動低迷が伺えていたが、設備投資関連項目の大幅な落ち込みが、全体の1Qの伸びを予想以上に抑えた可能性があるといえよう。実際、29日のFOMCでも、こうした落ち込みは一時的との見方を変えていない。米経済動向が市場での最大関心事となってきた。通貨では、ギリシャが28日に債務交渉チームを再編したことや、ユーロ圏全体の景気指標が底割れを回避している流れとなってきたことから、欧米での景況感見通しにコントラストが発生。対ユーロや資源通貨中心に対ドルで買戻し傾向が続いている。

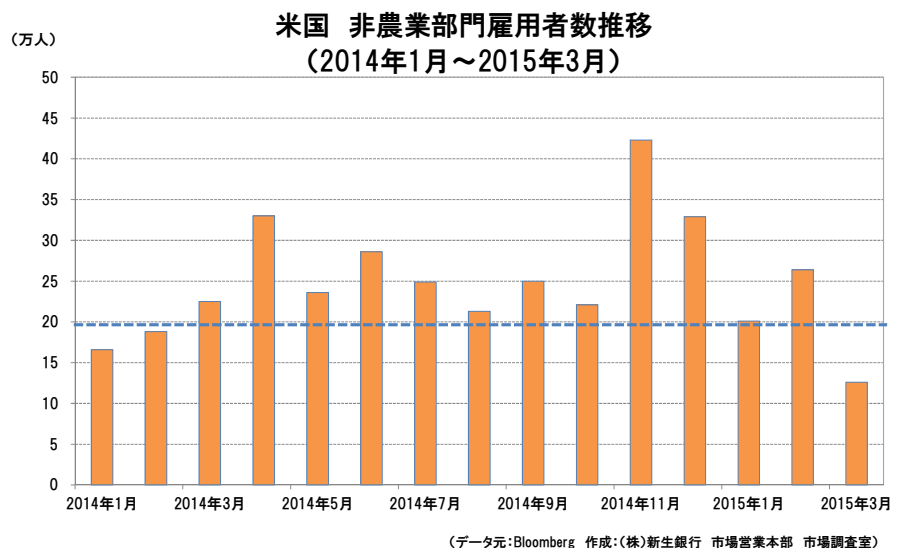
ドル高調整基調で、スイスフラン高が進んだ。

小康状態が続いていたスイスフランだったが、ドル高修正機運が強まるにつれ、再び通貨高傾向となっている。22日にマイナス金利適用除外となる要求払い預金口座対象を減らすことを発表し、対ユーロでは、再び1.02台へとじわじわと進んでいたスイスフラン高には一応の歯止めとなっている。最も対ドルでは、結局効果は1日だけで、29日には、再び2月の水準までスイスフラン高となっている。



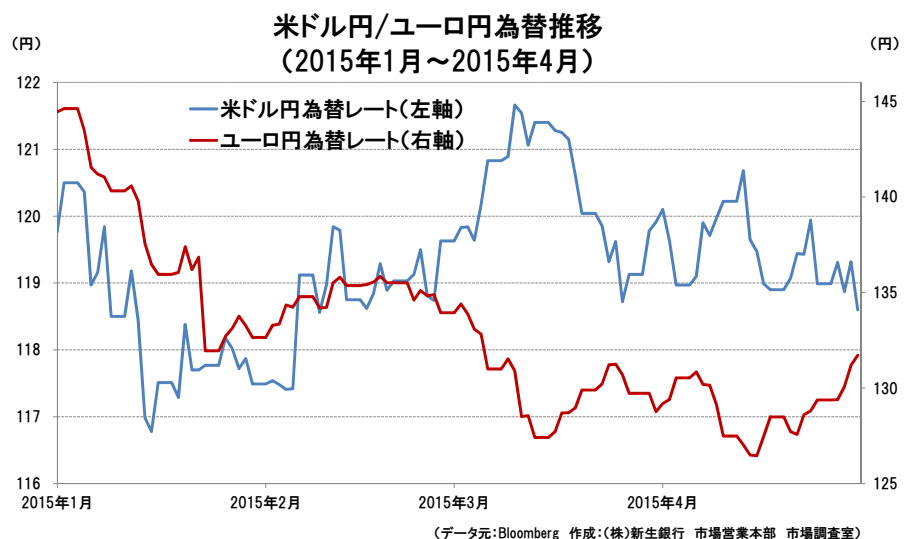
一層のドル高を見込むべきなのか、つまりFOMCの米景気の見方で良いのか？の見極めがテーマとなる5月。

米国経済見通しに、市場はまだらなイメージを持っているといえる。賃金上昇の可能性を感じさせるデータがある一方、足元から先の成長がどの程度の強さになるのかレベル感がつかめていない感がある。一層ドル高調整を見込むべきなのか、つまり、FOMCの見通しでいいのか？がテーマとなってきている為、8日の雇用統計に始まる米国指標は注目だ。また、月末30日に予定されている第2四半期末のGDP改定値にも注意したい。ドルインデックスの一昨年5月の79ドルから100ドルまでの上昇の調整が本格化するならば、テクニカルにまだドルの下値余地がある。ユーロで言えば、ユーロの昨年からの落とし1.3台～1.05台の3分の1戻しが、1.18となる。流れができるのかどうか注目している。



主体性を失っているドル円は、ユーロドルの方向性がポイント。

ドル円は、引き続き主体性の無い動きを見込む。この所、90 日線のある 119 円 30 銭近辺を挟んだ値動きが続いている。年初来大きく変動してきたユーロや資源通貨の間に挟まれ、こうした通貨が売られると、対円クロスで円高が進行する一方、対ドルでは最終的にドル高方向につられる傾向がある。また、対円クロスで円安が進むと、その逆の動きとなる。例えば、4 月だけでも 126.10 円～134.52 円と1ヶ月で 6%を越える取引レンジだったユーロ円一方で、ドル円の取引レンジは、118.50 円～120.84 円と非常に狭かった。ちなみにドル円は、年初来の取引レンジも 6 円 46 銭の 115.57 円～122.03 円となっており、ユーロ円の 1 ヶ月のレンジが既に 6%を越えていることを考えると限定的となっている。ただ、昨年からのドル円とユーロドルの値動きの相関をみると、ユーロドルの動きにドル円も最終的には、ほぼ追随している点は要注意だ。ちなみに、ユーロドルが仮に 1.15 程度まで戻った場合には、118 円割れ(117 円 80 銭)、1.18 だと 116 円割れ(115 円 74 銭)が計算上は算出される。



日本サイドの材料は調整圧力かかりやすい。欧米の長期金利動向とドルの方向に注目。

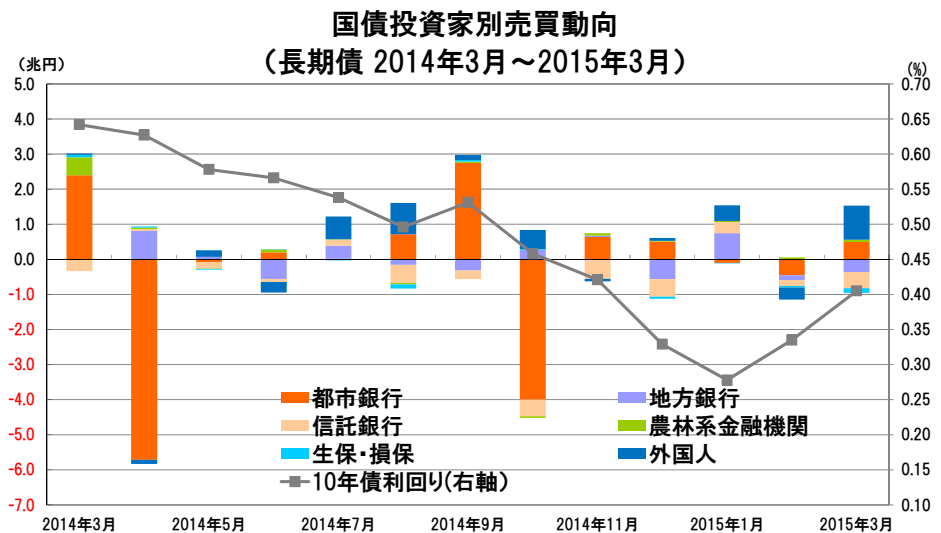
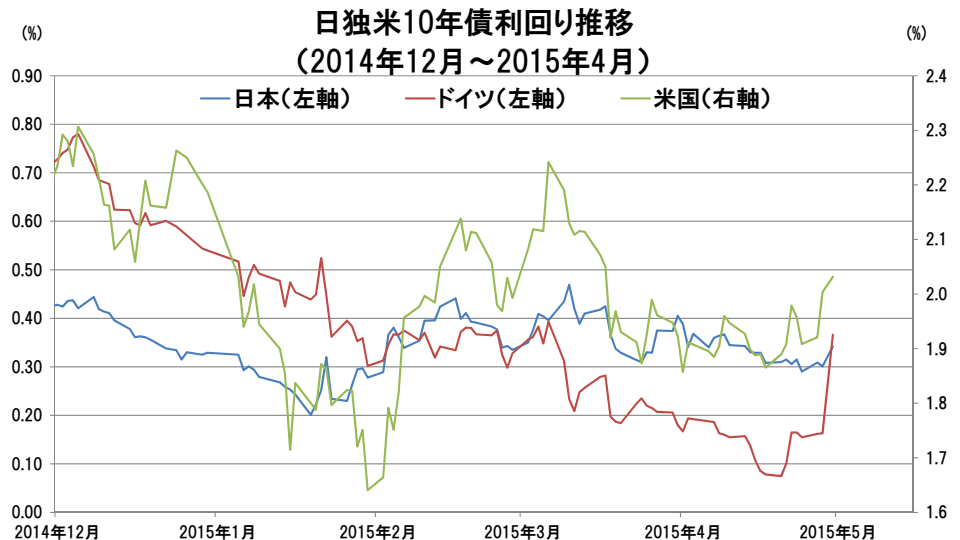
円投フローや、日銀による緩和プットが効いて実際には、引き続き 118 円～122 円の比較的円安水準での取引レンジを見込んでいるが、日本サイドの材料は調整圧力がかかりやすい環境だ。5 月も経常収支や貿易統計が予定されているが、多少予想を下回っても赤字改善傾向の流れを変える程にはならないだろう。また月末の CPI で 0%ないしはマイナスだったとしても、早期の追加緩和への期待へ繋がる可能性も低そうだからだ。5 月は、4 月末に急速に金利が上昇し、JGB よりも金利が高くなったドイツ国債他の欧州の長期金利(10 年)動向が続くのかと、ドルの調整の流れが続くのかどうか、注目している。

## 5月の金利見通し

一方調子の金利低下後、海外金利上昇を受けて0.30%割れは回避

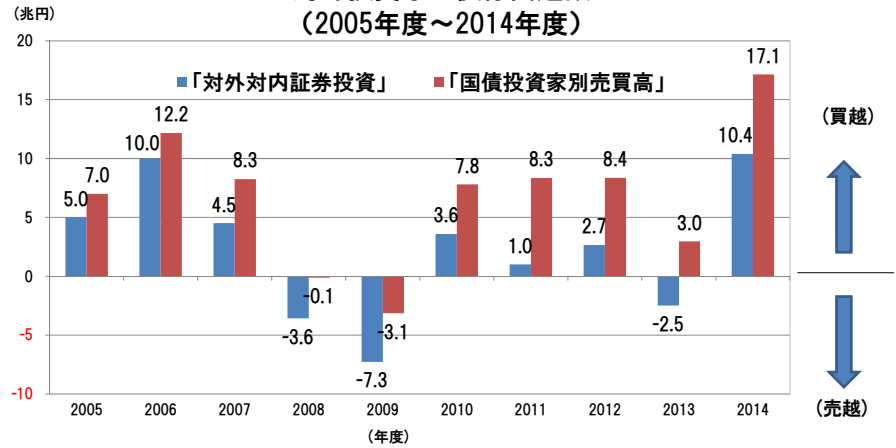
4月の長期金利(10年債利回り)は、昨年度末の0.40%付近からほぼ一本調子の金利低下となり、一時0.30%に到達した。ただし、0.30%割れまでには至らず、月末には海外の金利上昇を受けて0.34%で終えた。

2日の10年債入札を無難に通過したことで、安心感が広がり、0.3%半ばへ大幅な低下となった。4月3日の米国雇用統計は市場予想(24.5万人)を大きく下回る結果(12.6万人)となり、市場が予想する米国の利上げ時期が後ろ倒しとなったことが金利の低下要因となった。また、金利水準が低いことで警戒感の強かった16日の20年債入札を順調に通過したことで20年金利は一時1.05%まで低下した。その後、10年の0.3%割れ、10年20年のカーブの75bp割れとなってカーブがブルフラットする勢いもあった。しかし、月末にかけて欧米金利が上昇に転じると、日本の10年金利もやや上昇した。





### 海外投資家の債券買越額 (2005年度～2014年度)



(データ元:財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」、日本証券業協会「国債投資家別売買高」 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

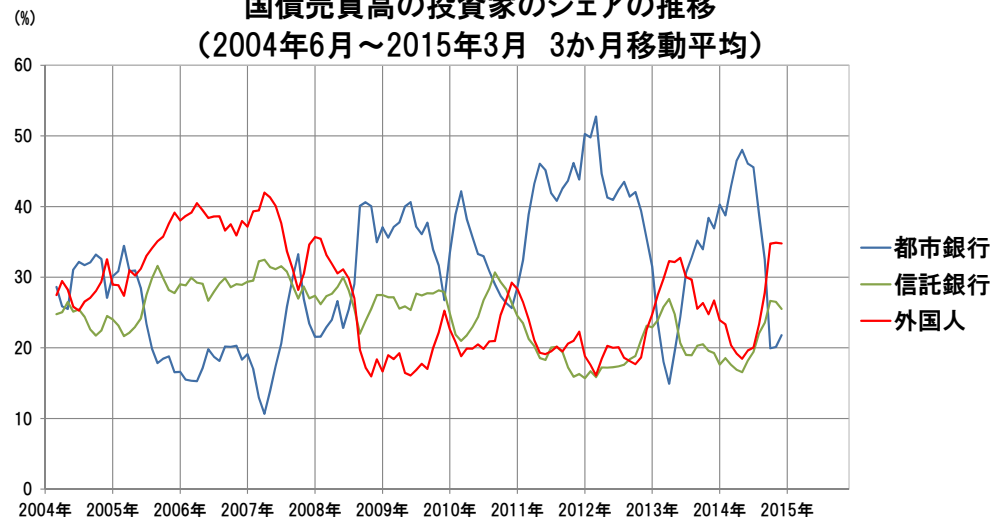
2005年度以降最大の  
海外投資家の買越額。

#### 10兆円を超える大幅な買い越し

財務省の対内対外証券投資によると、2014年度の海外投資家の債券(中長期債、短期債を除く)の買越額は10.4兆円と少なくとも現在の統計がある2005年度以降で最大の買越額となった。また、国債市場で注目される日本証券業協会の国債投資家別売買動向をみても、海外投資家の買越額は17.1兆円となっている。

そこでまず国債市場に占める海外投資家の位置付けをみてみよう。まず売買高、そのシェアをみると海外投資家の存在は増えている。

#### 国債売買高の投資家のシェアの推移 (2004年6月～2015年3月 3か月移動平均)



※「超長期債・長期債・中期債」のグロスの買付額+グロスの売付額を売買高とした。  
また、シェアは、各投資家の売買高が「都市銀行、地方銀行、信託銀行、農林系金融機関、第二地方銀行、信用金庫、生保・損保、外国人」の売買高の合計に占める割合。(データ元:日本証券業協会「国債投資家別売買高」 作成:(株)新生銀行 市場営業本部 市場調査室)

これまで日本の財政状況の深刻さと比較して、金利が抑えられていた理由として、国債の海外投資家比率の低さ、つまり国債の発行残高は巨額とは言えども、その殆どが国内投資によって保有されていることがギリシャなどの財政危機による金利上昇を経験した国と異なるとされてきた。

## 海外投資家は格下げで売りに転じるのか？

### ギリシャと日本の違い

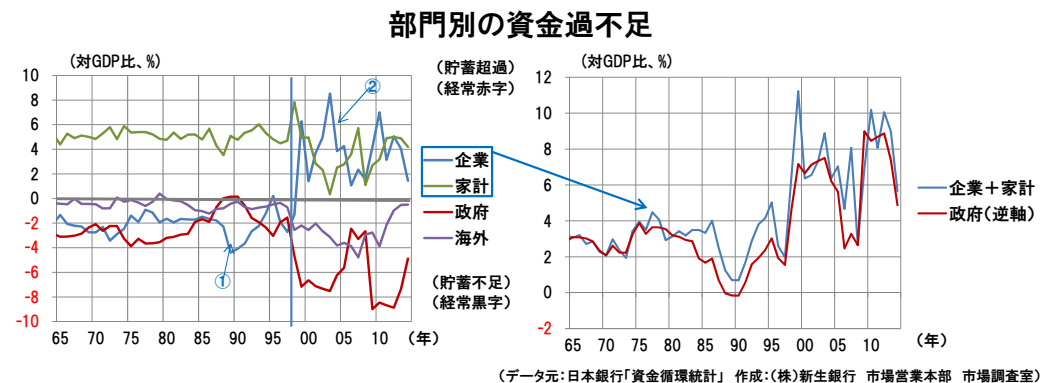
日銀の異次元緩和以降、主要な国内投資家である銀行が国債保有残高を大幅に落としてきたことを踏まえると、国内金利の安定を支えてきた「国内投資家比率の高さ」が失われ、格下げをきっかけに海外投資家が保有する国債を売却した場合、大幅な金利上昇に見舞われるのではないかと、この指摘がみられる。

結論を先取りすれば、日本はギリシャの様な経常収支赤字国と異なり、依然として経常収支黒字国であることから、そのような事態には陥らないであろう。

### 企業と家計の貯蓄で財政赤字を賄っている日本

海外投資家比率の高さが問題となるのは、経常収支赤字国で、海外の資金に依存しないと国債を消化できない場合である。

ある経済の資金バランスをみると、家計・企業・政府・海外各部門の資金は必ずバランスする。教科書的な説明では「企業は資金が不足しがちであるため、銀行から資金を借り入れて、設備投資を行う」、「銀行は家計から預金という形で資金を集める」という説明がなされることが多い。このことを検証するために、やや長い期間(1965 年以降)をとって各経済主体の資金過不足を対 GDP でみた。



国内の経済主体である企業・家計・政府では、グラフの上に行くほど貯蓄超過(貯蓄>支出)、下に行くほど貯蓄不足(貯蓄<支出)の状態にある。

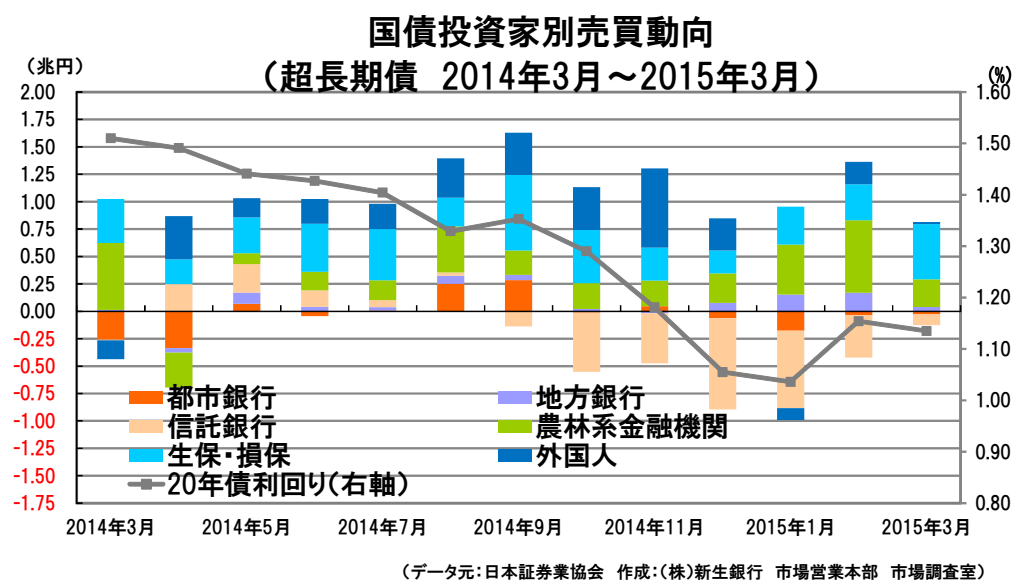
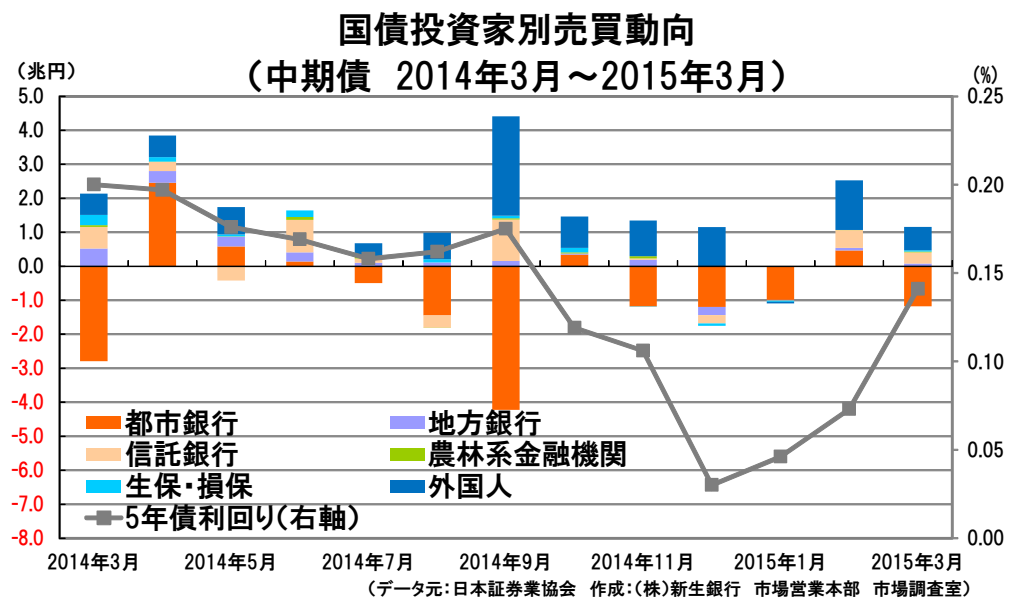
確かに 1998 年頃までは企業の貯蓄は不足(図中①)し、家計の貯蓄率は 5%程度の高さで維持されており、上記の教科書的な説明が当てはまる状況であった(なお、銀行は資金を仲介する立場であり、それ自体の貯蓄過不足はないため、図では表示していない)。

しかし、日本経済がデフレに陥った 1998 年以降は構図が一変する。政府が景気後退を受けて景気刺激や金融危機の対応のために財政支出を拡大すると、財政赤字は大幅に拡大した。仮に政府と企業との支出が、家計の貯蓄以上となる場合、足りない資金は海外から借り入れざるを得なくなる。この状態が「経常収支赤字」の状態と呼ばれる。実際には 1998 年以降、企業は景気後退を受けてそれまでの借り入れの返済を優先させ、貯蓄

超過主体になっている(図中②)。このため、家計と企業の貯蓄で政府の財政赤字を賄うことができ、国内全体としては依然として資金が余ったため、海外に貸し付ける「経常収支黒字」の状態が維持されてきた。これがマクロ全体でみた場合の構図である。

ミクロのベースでみて、海外投資家が国債を購入しているのは、あくまでも海外金利との比較で日本国債への投資が有利であることなどが背景にあらう。このため、格下げをきっかけに海外金利が上昇するといった事態にはならないであらう。

<参考>



## マーケットデータ

主要金利指標	2015年3月末	2015年4月末	変化幅(%)
無担保コール(翌日物、加重平均、%)	0.015	0.064	0.05
債券先物(中心限月、円)	147.220	147.890	0.67
日本国債(2年物、%)	0.046	0.014	-0.03
日本国債(5年物、%)	0.141	0.089	-0.05
日本国債(10年物、%)	0.405	0.340	-0.07
日本国債(20年物、%)	1.135	1.099	-0.04
日本国債(30年物、%)	1.346	1.353	0.01
円/円スワップ(2年、%)	0.165	0.149	-0.02
円/円スワップ(5年、%)	0.284	0.250	-0.03
円/円スワップ(10年、%)	0.584	0.548	-0.04
円/円スワップ(20年、%)	1.153	1.130	-0.02
円/円スワップ(30年、%)	1.366	1.345	-0.02
円 LIBOR(6ヶ月物、%)	0.141	0.138	-0.00
全銀協 TIBOR(6ヶ月物、%)	0.257	0.257	0.00
米国 FF レート(%)	0.050	0.130	0.08
米国債(2年物、%)	0.555	0.569	0.01
米国債(3年物、%)	0.879	0.908	0.03
米国債(5年物、%)	1.370	1.435	0.07
米国債(7年物、%)	1.707	1.800	0.09
米国債(10年物、%)	1.923	2.046	0.12
米国債(30年物、%)	2.536	2.762	0.23
米ドルスワップ(2年、%)	0.818	0.821	0.00
米ドルスワップ(3年、%)	1.127	1.136	0.01
米ドルスワップ(5年、%)	1.551	1.583	0.03
米ドルスワップ(7年、%)	1.811	1.872	0.06
米ドルスワップ(10年、%)	2.047	2.129	0.08
米ドルスワップ(30年、%)	2.400	2.534	0.13
米ドル LIBOR(6ヶ月、%)	0.401	0.406	0.01

(データ元: Bloomberg, 各種報道機関 作成: ㈱新生銀行)

## 主要マーケットイベント

日付	国	イベント	日付	国	イベント
5月1日	日本	CPI (3月分)	5月20日	日本	15/1Q・GDP
	米国	ISM (製造業)		日本	公社債投資家別売買高
5月3日		ASEAN + 3財務相・中央銀行総裁会議	5月21日	日本	日銀金融政策決定会合 (~22日)
5月4日	米国	製造業受注		中国	HSBC中国製造業PMI
5月5日	米国	ISM (非製造業)		欧州	Markitユーロ圏製造業PMI
	米国	貿易統計		米国	中古住宅販売件数
5月7日	英国	総選挙	5月22日	日本	黒田総裁会見
5月8日	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨(4/7,8分)		独	IFO景況感指数
	中国	貿易統計		米国	CPI
	米国	雇用統計	5月23日		APEC貿易担当相会合 (~24日)
5月9日	中国	CPI・PPI	5月24日	西	総選挙
5月12日	日本	景気動向指数	5月25日	日本	貿易統計
	日本	10年債入札		日本	20年国債入札
5月13日	日本	経常収支	5月26日	米国	耐久財受注
	日本	景気ウォッチャー調査		米国	新築住宅販売件数
	欧州	15/1Q・GDP		米国	S&Pケースシラー住宅価格指数
	米国	小売売上高		米国	消費者信頼感指数
	5月14日	日本		30年債入札	5月27日
5月15日	米国	鉱工業生産		G7財務相・中央銀行総裁会議 (~29日)	
5月18日	日本	機械受注	5月28日	日本	2年国債入札
5月19日	日本	5年債入札	5月29日	日本	CPI (4月分)
	独	ZEW景況感指数		日本	鉱工業生産
	米国	住宅着工・許可件数		米国	15/1Q・GDP (改定値)
	欧州	CPI			

(データ元: Bloomberg, 各種報道機関 作成: 株式会社新生銀行)

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会