

みずほマーケット・トピック(2014 年 2 月 10 日)

基礎的需給などで見ると円相場～2013 年国際収支を受けて～

2013 年暦年の経常収支は 3.3 兆円と過去最少の黒字に。輸出が急激に競争力を回復し、原油価格が劇的に下落するような展開にでもならない限り、経常黒字が大きく復元する可能性は低い。超長期的な視野に立ち、ある程度のラグを取れば、「円高の歴史」の背景に「経常黒字の歴史」があったことは確か。今や、1 年の 4 分の 1 が赤字という経験の無い事態に陥っている以上、やはり円相場に強気な見通しを作るのは難しいと言わざるを得ない。本欄で独自に計算している基礎的需給バランスを見ても、黒字幅を漸減させる経常収支や根強い対外直接投資の増加が足枷となり、円売り傾斜となっている。需給が示す限りにおいては、円高への反転は望むべくもない。

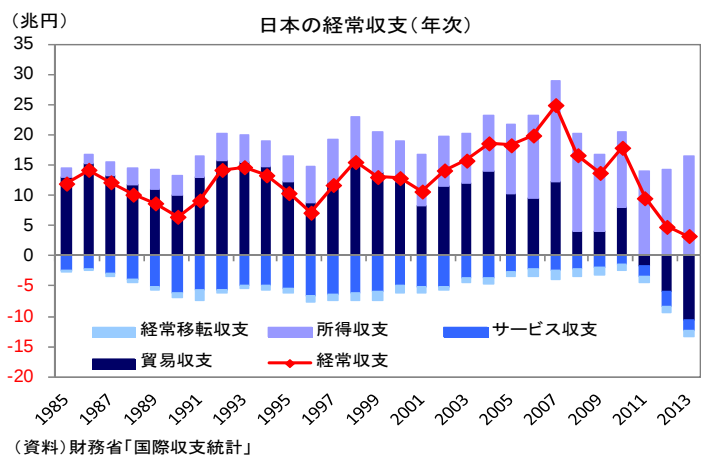
～イエレン議会証言は波風立たず～

先週 7 日(金)の米 1 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 11.3 万人増と市場予想の中心(同 18.0 万人)を大きく割り込んだ。しかしながら、引き続き天候要因が指摘されていることや、失業率に関しては 6.6% と 2008 年 10 月以来の低水準まで改善し、しかも労働参加率の上昇を伴うものであったことからヘッドラインほど悲観視する向きはなく、ドル/円相場も 102 円半ばで底堅く推移している。また、tapering 期待に悪影響を及ぼすような雰囲気もなく、「tapering をイベントにしない」という FRB の願望は何とか繋ぎとめられている。今週は 11 日(火)そして 13 日(水)に行われるイエレン FRB 議長の議会証言が注目されるが、波風を立てるような言動は控えられるだろう。

～2013 年は僅か 3 兆円の経常黒字～

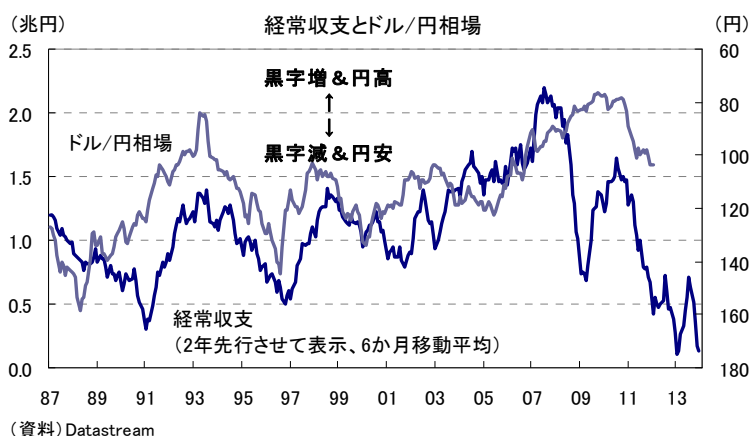
なお、本日は 12 月及び 2013 年暦年の国際収支統計が公表されている。12 月の経常収支は▲6386 億円と単月としては過去最大の赤字となり、暦年としても 3.3 兆円と過去最少の黒字に留まった。ひとえに貿易・サービス収支が▲12.2 兆円と過去最大の赤字を記録したことに引っ張られた結果であり、2007 年以來の大きさを確保した所得収支黒字(16.5 兆円)で何とか経常赤字転落を回避した格好である。

米国で金利が上昇し、円安によりレパトリの金額が膨らんでいけば、所得収支黒字は今後も膨らむ可能性があるが、円安により鉱物性燃料主導で輸入が膨らむ構造も健在である。日本からの輸出が急激に競争力を回復し、原油価格が劇的に下落するような展開にでもならない限り、経常黒字が目立って改善していくような姿は描きづらいのが現実だろう。



～「円高の歴史」は「経常黒字の歴史」～

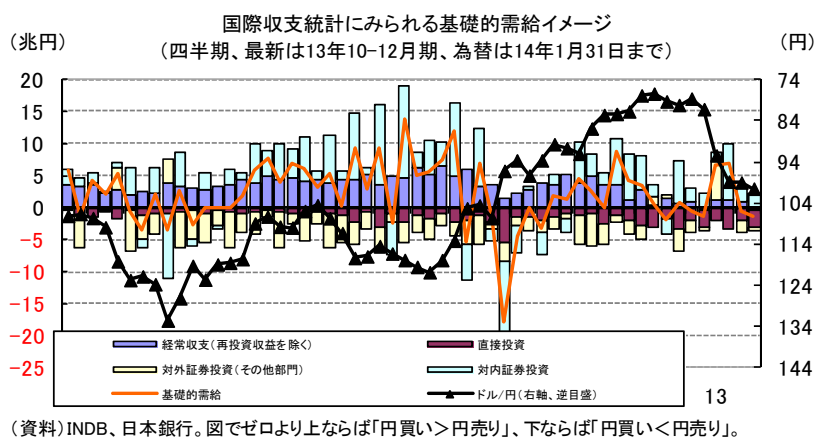
なお、短期的な値動きに目を奪われて
いると経常収支や貿易収支で相場を
説明することは難しいと思わざるを得
ないが、超長期的な視野に立ち、ある
程度のラグを取れば、経常収支は明ら
かに円相場に無視できない影響を与
えてきた。図は、経常収支は1987年1
月以降、ドル/円相場は1989年1月以
降の推移をプロットしたもので、経常収
支を2年先行させている。この図を見る



限り、ドル/円相場の歴史は「円高の歴史」だが、その背景の1つに「経常黒字の歴史」があったことは疑いようがない。ちなみに昨年を振り返ると、10～12月期の経常収支は▲1兆3593億円の赤字であり、7～9月期の経常黒字1兆3523億円をちょうど相殺する額だった。1年の4分の1が赤字という経験の無い事態を前に、やはり円相場に強気な見通しを作るのは難しいと言わざるを得ない。

～2013 年の基礎的需給バランス～

なお、本欄では、国際収支統計に
関し、為替市場への影響を把握す
る計数として経常収支、ネット直接
投資、銀行・公的部門以外の対外
証券投資、対内証券投資を合計し
たものから、外貨のまま海外に残る
再投資収益を控除したものを基礎
的需給バランスとして注目してきた。
これを2013年について見ると、上
半期こそ日本株への巨額買い越



し(対内証券投資)を背景に円買いが示唆されていたが、黒字幅を漸減させる経常収支や根強い
対外直接投資の増加が足枷となり、結局下半期は円売り示唆に転じた。しかも、足許の円安は日
本株買い自体が円売りとセットになったものが多いとされ、基礎的需給が示す以上に激しい円売り
圧力があったものと想像される。需給が示す限りにおいては、円高への反転など望むべくもない。

以 上

国際為替部
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。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンナき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に終む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくともも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内資性リスク資産、減少した外資性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしいパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について