みずほマーケット・トピック（2014 年 5 月 19 日）

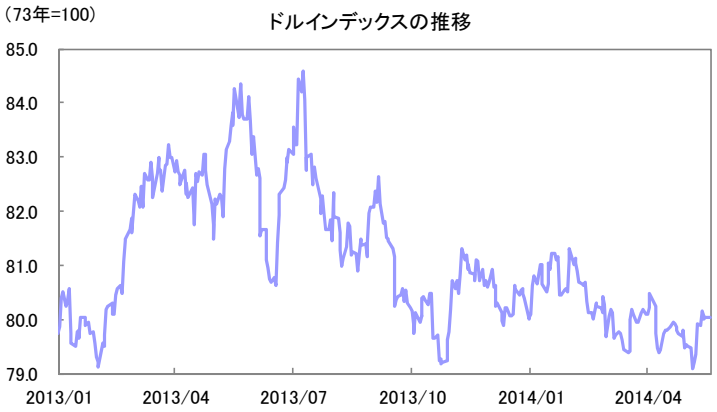
ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～

年初時点では多くの市場参加者が「2014 年は FRB の金融政策正常化に伴ってドル買いの年になる」と予想してきた。しかし、年初来の約半年間に限って見れば、「ドル売りの年」となってしまっているのが実情。背景には「FRB 利上げは近未来の出来事ではない」という市場の金利観がありそうだが、最近の「上がらないドル」に関しては需給面からの解説も可能。2013 年 1 月から 2014 年 3 月の 15 か月間のうち、貿易赤字を証券投資フローで賄えていたのは 2014 年 2 月だけであり、その他 14 か月はアンダーファイナンス状態が続いていた。こうした状態は 2000 年以降で振り返っても珍しく、市場参加者の予想と裏腹にドル相場が上がらない理由の 1 つとも考えられる。

～現時点では「ドル売りの年」に～

年初を振り返ってみれば、本欄を含め多くの市場参加者が「2014 年は FRB の金融政策正常化に伴ってドル買いの年になる」と予想してきた。もちろん、そのシナリオが完全に途切れたとは思わない。住宅指標の一部に弱さが見られるものの、米経済指標は総じて堅調であり、FRB が今秋に量的緩和（QE）を収束させるという展開に関して大きな疑問を差し挟む向きはさほど多くない。金融政策運営に関して言えば、追加緩和のタイミングが主要な論点となる日銀や ECB とは明らかに対照的であり、この一点を取って見ても、ドル買い相場となっても全く不思議ではない。

しかし、年初から足許に至るまでの半年間に限って見れば、「ドル売りの年」となってしまっているのが実情であり、正確には昨年夏をピークにドル相場は徐々に下値を切り下げている。この理由は 1 つではないだろうが、最も有り得そうな理由は「tapering に着手したからと言って利上げが近未来に迫っているわけではない」という冷静な金利観が支配的になったことに尽きるのだろう。イエレン FRB 議長は住宅市場減速に対する不安を露わにしており、早期の金利上昇を容認しないのは明らかである。一連の議長発言を受けて「FRB の金融政策正常化に伴うドル買い」という年初の基本シナリオへの確信が揺らぐのは致し方ない面もあるだろう。



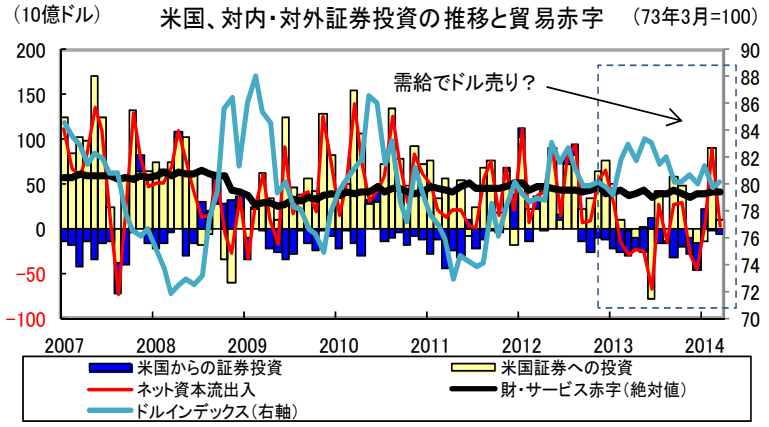
（資料）Bloomberg

ただ、これまでの約半年間を振り返れば、アルゼンチンペソ急落や中国理財商品のデフォルトを巡る騒動に加え、2 月末からは断続的にウクライナ情勢が市場心理を冷やす局面が続いており、想定外の出来事に邪魔され続けたという不運な面があることも否めないだろう。とすれば、今年後半にかけて、米金融政策を理由にドル買いが加速する芽はまだ残っているようにも思われる。

～需給面からドル下落を解説～

こうした金利面からのドルの相場観は頻繁に語られるもので、「そのうち米金利と共に連れ高になる」という上述のような見立ては多くの市場参加者の思惑と概ね一致するものと思われる。だが、ドル相場の下落は別の角度からも解説が可能である。それは米国の対内・対外証券投資と貿易収支から得られるドル相場の需給イメージに照らした議論である。

図は米国の対内・対外証券投資及びそれをネットアウトしたネット資本流出入、貿易赤字(絶対値)そしてドルインデックスの推移である。図示されるように、2013年1月から慢性的に貿易赤字をネット資本流入で賄えない、図で言えば赤線が黒太線を下回る状態が続いており、あたかも「ドル垂れ流し」のような状態が続いているような印象を受ける(以下、この状態を仮にアンダーファイナンス状態と呼ぶ)。



(資料)Datastream、Bloomberg

具体的には2013年1月から2014年3月の15か月間のうち、貿易赤字をネット資本流入で賄えていたのは2014年2月だけであり、その他14か月はアンダーファイナンス状態となっていた。実は2000年以降で振り返っても、これだけアンダーファイナンス状態が慢性化するのは珍しく、市場参加者の予想と裏腹にドル相場が上がらない理由の1つである疑いが持たれる。

ドルの需給と言えば2013年暦年の経常赤字(対GDP比)が16年ぶりの小さな水準に収まり、さらに本邦では同年の経常黒字が過去最小となったことも踏まえ、どうしても「需給面からはドル買い・円売り」という結論に着地し易い。確かに、ドルと円の関係だけに焦点を当てれば、そのような結論に違和感は無く、ドル/円相場が容易に101円を割り込まない背景にドルと円双方の需給構造の変化がある可能性は高い。

しかし、ドル相場全体が上昇するためには、やはり積極的に対米投資が行われる状況が必要になってくるはずである。この点、taperingの議論が始まって以降、米国債に対してかつてほど資本流入が集まらなくなっている一方、その減少を相殺するほどその他資産(政府機関債、株式、社債)が資本流入を集めているわけではないという現実がある。まだ、そこまで「米経済の成長に賭ける資本」というのが多くない、と言っても良いだろう。本当のドル買い相場は米国債以外の資産へのネット資本流入が貿易赤字をファイナンスできる状態が定着した時に訪れるのではないか。思ったほど上がらないドル相場の背景には金利面だけでなく需給面の要因もあるのかもしれない。

以　上

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に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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU＆ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
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	燃料だけではない「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～プ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	「アスムセンなき政策理事会」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	バイト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