

みずほマーケット・トピック(2014年7月8日)

国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ

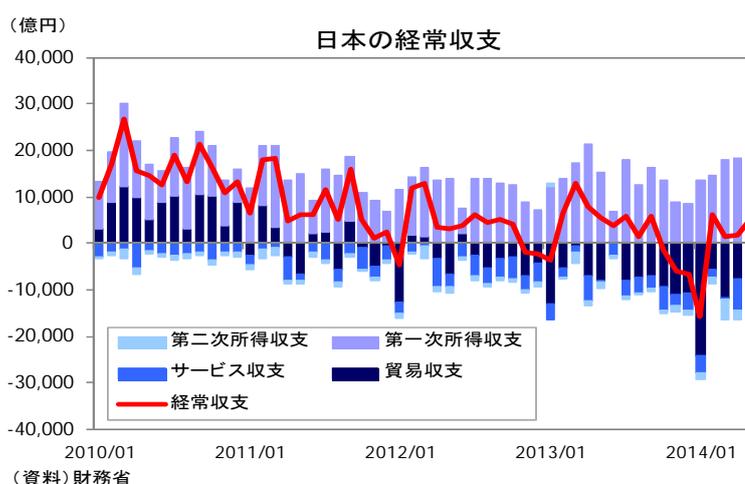
本邦5月国際収支は駆け込み需要の反動減から輸入が減少する動きが続いており、経常黒字は市場予想を超える大きさに。とはいえ、4月「展望レポート」で想定されていた輸出停滞要因である「駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動き」が剥落しても輸出は伸びておらず、やはり一段と構造的な要因が懸念される状況。一方、資本フローに関しては、本邦機関投資家を中心に対外証券投資が旺盛であり、6月の純流出額(対内-対外)は▲4兆5766億円と2010年8月以来、46か月ぶりの流出額に。こうした対外経済部門における資本フローの需給を把握する計数として、本欄では独自の基礎的需給を算出してきた。これを参考にすると、11年以降、需給は明らかに円安方向に傾斜しており、「放って置けば円安」のシナリオに影響はない。

～やはり膠着打開は秋か～

昨日の為替相場はドル全面安の展開で対ユーロでは1.3609、対円では101.79円をつけている。特段大きな材料があったわけではないが、先週3日(木)の米6月雇用統計直前から上昇が続いていた米金利が反落したことに伴いドル相場の上値も押さえられている。強い米経済指標が明らかになってもそれが利上げの連想にまでは結びつかない地合いが続いており、今年に入ってからはその繰り返しである。過去の本欄でも述べたように、この膠着を打開するにはFOMC議事要旨における利上げ示唆か、日銀による追加緩和示唆が必要だが、それは早くとも秋という印象である。

～駆け込み需要の反動減続く～

ところで本日は本邦5月国際収支が公表されている。5月の経常収支は5228億円と市場予想の中心(4175億円)を上回り、4か月連続で黒字を確保した。輸出は5兆7188億円と今年1月以来の小さな金額に止まったものの、輸入が6兆3947億円と昨年8月以来のさらに小さな金額に止まったことで貿易収支が改善している。そのほか、サービス収支が▲682億円と4月の赤字額(▲6597億円)から10分の1



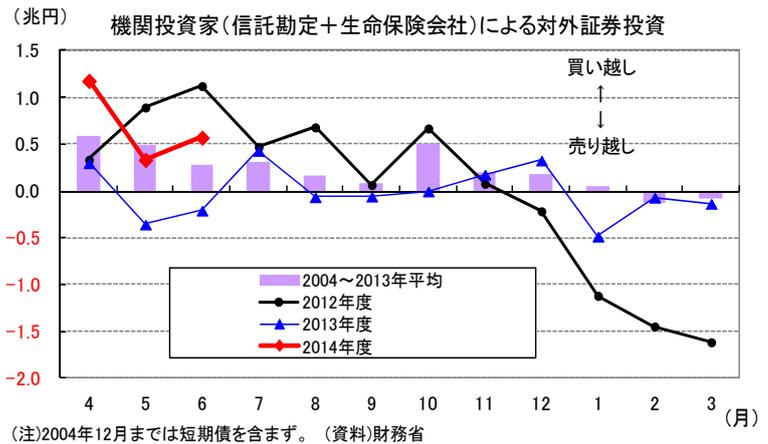
程度に縮小したことも経常収支の押し上げに効いた。基本的には、4月同様、消費増税の駆け込み需要で輸入が急増した3月の反動減が続いた格好であり、収支の改善は一時的なものと考えた方が良さそう。なお、日銀が4月に公表した「展望レポート」においては、輸出回復の遅れをもた

らしている要因として「駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動き」が指摘されていたものの、輸入の反動減が出て輸出の反動増は出ていない。やはり、輸出が伸びない要因はもっと別のところへ求めた方が良さそうである。「展望レポート」ではその他の要因として「わが国経済との結びつきが強いASEANなどの新興国経済のもたつき」や「わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因」などを指摘しているが、それらのウェイトが大きいと見るべきだろう。

～6月対内・対外証券投資は46か月ぶりの流出額に～

また、本日は6月の『対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)』も公表されており、資本フローに関しては、こちらの方が足の速いデータになる。対内証券投資に関しては、中長期債が8658億円、短期債が2兆1863億円の売り越しとなる一方、株式・投資ファンド持ち分が8615億円の買い越しとなることで、ネットでは▲2兆1906億円と3か月ぶりの処分超となっている。片や、対外証券投資は株式・投資ファンド持ち分が1995億円、中長期債が2兆499億円、短期債が1366億円と全ての商品が買い越されており、ネットでは2兆3860億円と3か月連続の取得超となっている。こうした対内・対外証券投資をネットアウトした結果である純流出額は▲4兆5766億円となり、これは2010年8月以来、46か月ぶりの流出額となる。

年度明けの4月以降、対外証券投資については株・中長期債・短期債の全商品で買い越しの動きが目立っており、特に中長期債は4～6月期合計で取得超が3兆5466億円に達している。官製相場の下で超低金利状態が続く国内債と遅々たる歩みながらも出口に向かって歩き始めた米国債の差がこうした数字となって現れているのかもしれない。なお、図は国内機関投資家(銀行信託勘定+生命保険会社)の対外証券投資の動きを例年と比較したものだ



今年(2014年度)の4～6月期は過去10年平均を上回るペースで走っており、スタートダッシュとしてはモメンタムを感じさせるものがある。

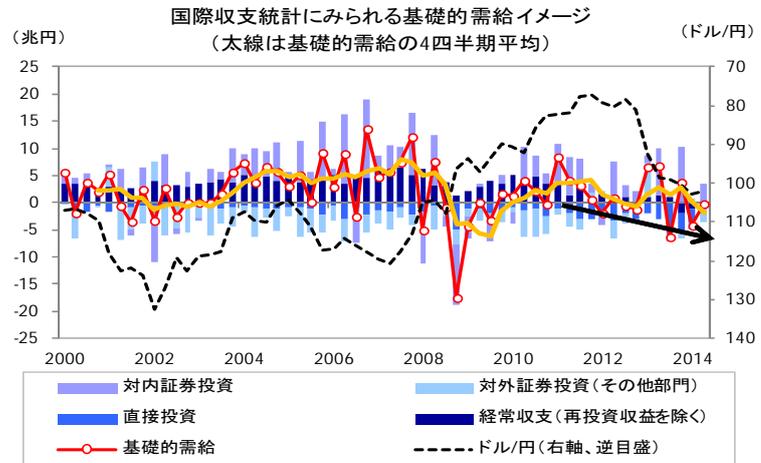
～基礎的需給が示す「放って置けば円安」～

こうした対外経済部門における資本フローの需給を把握する計数として、本欄では独自の基礎的需給を算出し、長らく参考にしてきた。基礎的需給は国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外¹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計数であり、要するに為替に影響を持ちそうな項目だけ積み上げ、需給のイメージを表現している。円安バブルと呼ばれ、円キャリー取引を筆頭とする投機的取引が隆盛を極めていた2005～07年を除けば基礎的需給の方向感概ね、ドル/円相場の方向感と合致して

¹ 国際収支統計が新基準となった2014年1月以降は「その他金融機関」と「その他(一般事業法人、個人等)」を合計した部門、2013年12月以前は「銀行」・「政府」を除く「その他」の部門が対象。

きた(次頁図)。2011年以降、貿易赤字が定着した局面においても円相場の大まかな流れは捉えられており、見通し作成上は有力な手掛かりとなるだろう。

図は国際収支統計に合わせ、直近四半期である1～3月期までのデータを反映しているが、上述したように、対内・対外証券投資の計数を見る限り、4～6月も本邦機関投資家を中心とする「日本人の円売り」は継続している。結果として、そうした動きが基礎的需給を円安方向に引っ張ったことは推測されるだろう。だが一方、1～3月期は中国春節の影響を受けた1月経常収支が巨額の赤字(約▲1.6兆円)を記録したこと、2～3月には増税



前の駆け込み需要もあって輸入が急増したことなどの特殊要因もあったので、経常赤字が格別大きく出ていた面もある。それゆえ4～6月期に限っては経常黒字の反動増というノイズは入りそうであり、基礎的需給が均衡ないし円高気味に振れる可能性はある。

とはいえ、図示されるように、2011年を境として基礎的需給の基調(4四半期平均)は徐々に、しかし確実に、円安方向に振れており、昨今の情勢を踏まえればこれが反転して再び上向く姿は想像し難い。今後は縮小する国内市場を前提に対外直接投資の加速も免れないと思われ、経常黒字が往時の水準を回復できない以上、基礎的需給が「放って置けば円安」を示唆する状況は段々と強まっていくと予想したい。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に寄立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
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～
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	イェレン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世界経済見直し改定～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～