

みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 11 日)

改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ

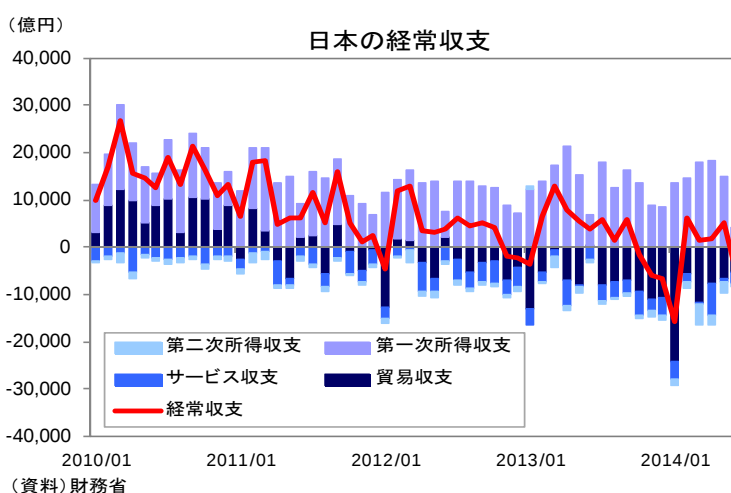
直近 1 年間(13 年 7 月～14 年 6 月)の経常収支合計は▲5864 億円の赤字であり、「暦年での経常赤字」というシンボリックな出来事が現実のものとして近づきつつあるように感じられる。また、本欄でドル/円相場の道標として独自算出している基礎的需給を見ると、直近 4 四半期累計で▲10 兆円の大台に乗せており、これは 08 年 10～12 月期から 09 年 7～9 月期という非常に特殊な環境でしか生じなかった円売り規模である。本欄で示し続けてきた「放って置けば円安」とのシナリオは着実に確度を増していると考えられよう。また、こうした状況下、「円安≡良いこと、円高≡悪いこと」という単純な二元論からは脱却すべき時期に差し掛かっていることも再認識したい。

～今週は値が飛びやすい展開に注意～

先週の円相場は、元より燦々しているロシア・ウクライナ問題に加えて、米軍によるイラク空爆開始もあって、週間ベースではドルに対して約 1 か月ぶりの大幅上昇となった。ただ、ロシア国防省がウクライナ国境付近で行っていた軍事演習が終了したとの報道から、そのようなリスク回避ムードも一旦は落ち着いており、結局先週 101.51 円まで下落したドル/円相場は 102 円付近まで戻して越週している。今週より東京市場は盆休みに入る参加者が多く取引閑散が予想されるが、流動性が薄い中、突発的な事象(特に地政学リスク)に伴って値が飛びやすい展開には留意しておきたい。

～直近 1 年合計で経常赤字の重み～

先週 8 日(金)に財務省より発表された 6 月の国際収支状況によると、6 月の経常収支は▲3991 億円と 5 か月ぶりの赤字に転落し、その幅も市場予想の中心(▲3256 億円)をやや上回った。6 月は本邦 3 月決算企業の配当支払月時期に相当するため、証券投資収益の支払部分が膨らみやすく、第一次所得収支が下振れやすいという季節要因を割り引く必要はある。だが、それでも赤字転落は過去にはなかった動きである。



同様の季節性(配当支払い)が生じやすい 12 月も含め、「経常赤字に転落しやすい月」が日本に生まれているのは確かであり、構造変化という事実から目を逸らすべきではないだろう。

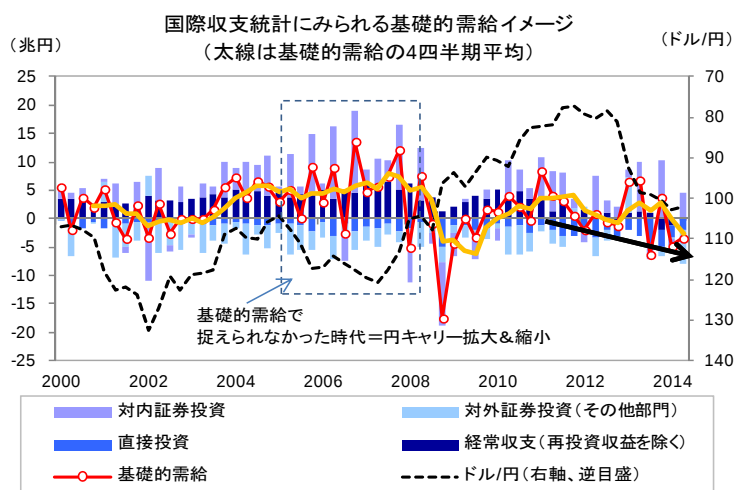
なお、これで 2014 年上半期の経常収支が出揃ったことになるが、上半期合計では▲5075 億円

の赤字となる。暦年上半期の赤字転落は比較可能な1985年以降では初めての出来事となる(なお、現行統計より前も含めれば1981年以来の出来事)。また、直近1年間(2013年7月～2014年6月)で見ても、経常収支は▲5864億円の赤字であり、「暦年での経常赤字」というシンボリックな出来事が現実のものとして近づきつつあるように感じられる。経常赤字の背景は半期ベースで過去最大(▲6兆1124億円)となった貿易赤字であり、本欄では執拗に議論しているようにそろそろ「円安≡良いこと、円高≡悪いこと」という単純な二元論から脱却すべき時期だと考えられる。

なお、今年1～3月期は消費増税前の駆け込み需要から輸入が膨らむという特殊要因があったことは事実だが、4～6月期は剥落するわけで、トータルではイーブンになるはずである。上半期そして直近1年間で赤字を記録してしまった事実に関しては、「特殊要因なのでいずれ戻る」という刹那的な解釈ではなく、相応の重みのある出来事として受け止めた。

～非常に特殊な環境でしか生じなかった円売り規模～

本欄でドル/円相場の道標として独自算出している基礎的需給¹⁾は、2014年上半期時点で明確に下振れている。基礎的需給に関し、金額の推移をみると、昨年7～9月期が▲6兆3073億円、10～12月期が3兆7592億円、今年1～3月期が▲4兆8114億円、4～6月期が▲3兆4278億円と慢性的に円売り超過であり、直近4四半期累計額の基礎的需給は▲10兆7873億円となっている。過去、直近4四半期累計が▲10兆円の大打



に乗っていたのは2008年10～12月期から2009年7～9月期の1年間だけであり、非常に特殊な環境でしか生じなかった円売り超過が今、足許で発生していると考えられる。図示されるように2012年以降に始まった円安・ドル高はこの基礎的需給の円売り傾斜に沿う動きであったようにも見受けられ、これをもたらした主因である「経常黒字の激減」と「対外直接投資の増加」を円安ドライバーとして指摘するのが最もオーソドックスな分析だろう(量的・質的金融緩和はあくまでダメ押しの一手であり、根本要因ではない)。斯かる環境下、本欄や『中期為替相場見通し』で示してきた「放って置けば円安」とのシナリオは着実に確度を増していると考えられ、改めて認識したい次第である。

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。

¹ 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府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。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から読み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
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
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～市場期待に苛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～読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	アペノ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預いた日本株～
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～