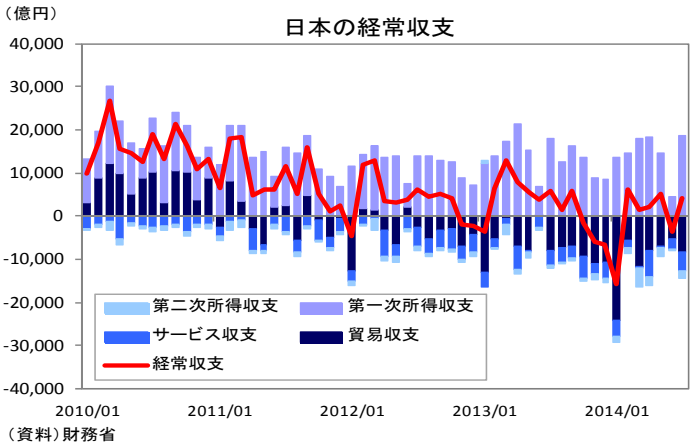
みずほマーケット・トピック（2014 年 11 月 11 日）

本邦 9 月国際収支統計などについて

9 月経常収支は 9630 億円と市場予想の中心（5377 億円）を大幅に上回り、13 年 3 月以来の大きな黒字を記録。だが、本邦経常収支は 10～12 月期から年明けにかけて減速しやすいという季節性があり、ここから 3～4 か月の仕上がりに要注目。昨日の本欄「【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂」でも議論したように、危機後の収支悪化傾向を踏まえれば、月次平均で 5000 億～1 兆円程度の黒字額を回復させることができても、120 円程度の円安が着地点になりそうというのが現状のラフなイメージであり、円の先安観は根強い。本欄で独自に試算する基礎的需給バランスは明らかに円売りに傾斜しており、趨勢的に見ても、現状ほど深い円売り状態はリーマンショック直後くらい。「放って置けば円安」との予想は基礎的需給から強く支持される状況が続きそう。

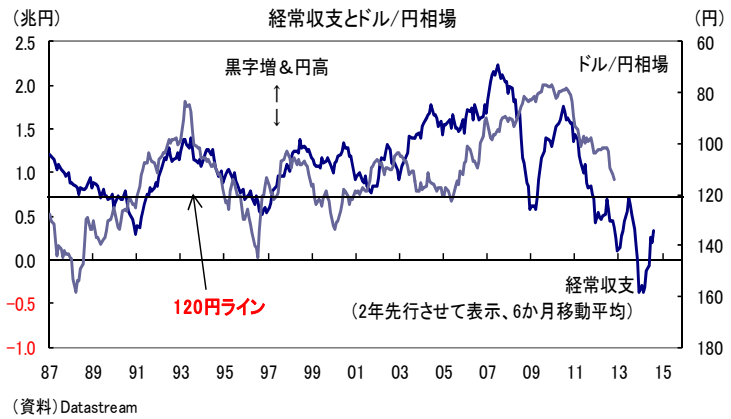
～経常収支は 10 月以降が正念場～

本日財務省より公表された 9 月の国際収支状況によると、9 月経常収支は 9630 億円と市場予想の中心（5377 億円）を大幅に上回り、2013 年 3 月以来の大きな黒字を記録している。貿易サービス収支は▲9228 億円と依然大幅の赤字だが、第一次所得収支が 2 兆 352 億円と昨年 4 月以来の高水準を記録したことで経常黒字が膨らんだ格好である。これで 3 か月連続の黒字であり、その金額も加速が見られているが、本邦経常収支は 10～12 月期から年明けにかけて減速しやすいという季節性があり、ここから 3～4 か月の仕上がりが要注視となる（図）。



（資料）財務省

昨日の本欄『【特別版】「中期為替相場見通し』の臨時改訂」でも議論した点ではあるが、ドル/円相場の見通しを考えるにあたっては、経常収支の変化から 2 年後に円相場への影響が現れてくるイメージが強い（図）。足許 3 か月間、経常黒字が復調傾向にあるとはいえ、危機後に根付いている減少傾向は如何ともし難い印象であり、これに沿ってドル/円



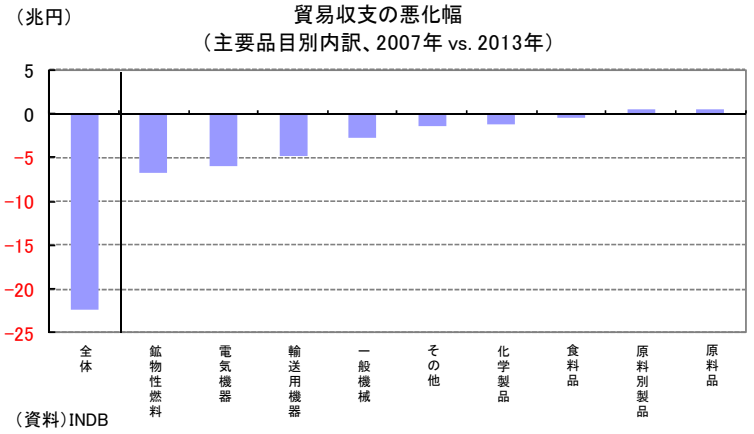
（資料）Datastream

相場が上昇する展開は極めて自然と言える。非常にラフな水準感で言えば、特に月次平均で5000億～1 兆円程度の黒字額を回復させることができても、120 円程度の円安が着地点になりそうというのが現状のラフなイメージであり、やはり円の先安観は強いと考えざるを得ない。

～原発再稼働は収支の流れを変えるのか？～

なお、経常収支ないし貿易収支の見通しに絡んでは原子力発電所の再稼働が赤字基調を和らげ、円相場に影響を与えるではないかとの照会をよく受ける。周知の通り、九州電力の川内原子力発電所 1、2 号機（鹿児島県薩摩川内市）に関しては今冬中の再稼働に目途が経っており（なお、年内再稼働は難しい模様）、1 年数か月ぶりの原発ゼロ解消がメディアでも取り沙汰されている。原発が再稼働すれば、足許の原油価格下落も相俟って、輸入金額膨張の原因である鉱物性燃料の輸入金額が減少して、収支が改善に向かうことは間違いない。但し、赤字幅を縮小させる話ではあっても、赤字が解消するまでの展開は難しく、「需給で円売り」の状況は不変だろう。

本件を考える上でのポイントは 2 つある。まず、原油価格下落については円相場の急落をもって相殺されている部分が小さくないと見受けられ、収支改善効果も限定的となる可能性がある。そもそも、10 月 31 日の日銀追加緩和の動機が原油価格下落によるディスインフレ圧力の強まりにあった以上、円安によって原油価格下落の影響を潰すのは日銀の意図するところである。



また、2 つ目としては、鉱物性燃料だけが危機後の収支悪化の原因ではないということも注目である。貿易収支に関しては、2007 年が約 10.8 兆円の黒字、2013 年が約▲11.5 兆円の赤字となっており、6 年間で約▲22.3 兆円の悪化が生じたことになる。これを主要品目別の収支にして、悪化幅を見てみると（図）、確かに鉱物性燃料の約▲6.7 兆円が最も大きいが、これに次いで電気機器が約▲5.9 兆円、輸送用機器が約▲4.8 兆円、一般機械が約▲2.7 兆円と続いている。鉱物性燃料に続くこれら品目は過去日本の貿易黒字を支えてきた産業ばかりだが、巷で指摘されているように、円高や国内市場縮小を受けて供給能力（生産拠点）を海外へ移管させているため、かつてのような黒字の稼ぎ頭ではなくなっている。こうした現状を踏まえると、仮に、原発再稼働により鉱物性燃料の赤字幅削減に成功しても、全体の赤字傾向を覆すまでには至らないと考えた方が良いだろう。

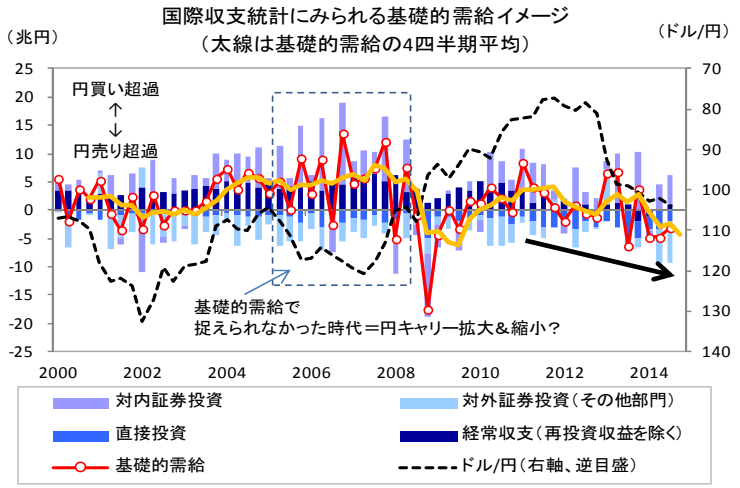
～基礎的需給は明らかな円安示唆～

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が独自に試算している基礎的需給バランス[1]（以下単に基礎的需給）は明らかに円売り傾斜を示唆しており、やはり円の先安観は

[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。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

根強いと言わざるを得ない。過去の一時期を除けば、円相場の大まかな流れは基礎的需給と一致してきた歴史があり、見通し作成上は有力な手掛かりとなる。

右図は国際収支統計に合わせ、今年7～9月期までの四半期データにおいて基礎的需給とドル/円の動きを示したものである。基礎的需給に関し、7～9 月期は約▲3 兆円の円売りであり、1～9 月期合計で約▲12.7 兆円となっている。趨勢的に見ても(図ではオレンジ色太線の 4 四半期平均)、現状ほど深い円売り状態はリーマンショック直後くらいしかなく、達観すれば、円相場もこれに沿って下落してきたように見受けられる。背景としては①対外証券投資(銀行・政府以外の部門)の拡大、②経常黒字の激減、③対外直接投資の増加であり、特に今年に入ってからは①が効いている。もちろん、①の中でも依然かなりの部分が為替ヘッジ付きであり、相場への影響は中立的な部分もあろうが、日米金融政策格差がクリアになる中で、為替リスクを取るフローも徐々に増えていく(増えている)と考えるのが妥当だろう。本欄や「中期為替相場見通し」の「放って置けば円安」との予想は基礎的需給から強く支持される状況が続きそうであり、今後、その傾向はますます強まっていくものと考えられる。



(資料)日本銀行、INDB、みずほ銀行

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。

除けば基礎的需給の方向感は概ね、ドル/円相場の方向感と合致してきた。

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11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3 つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
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
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滲み出る過熱感
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(「事故的なイベント」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？