

みずほマーケット・トピック(2014 年 11 月 18 日)

過去の円安局面と違う 2 つの要素～実質金利と需給～

現状の円安局面は過去とは決定的に異なる要素が 2 つある。それは①巨大な貿易赤字と②大幅なマイナス実質金利。①に関しては、一部の例外的な時期を除けば、基調的な円安局面は生命保険会社や個人投資家など投資家を中心とした「日本人の円売り」によって支えられてきた印象が強かった。現局面も、過去の例に漏れず「日本人の円売り」が寄与していそうだが、その日本人が投資家に限らず貿易赤字を背景とする実需(輸入企業)にまで及んでいる点が過去とは異なる。なお、需給への影響という意味では、GPIF のポート変更で捻出される円売り額が 11 年に行われた過去最大の円売り介入額よりも大きいことも注視。なお、②に関しては、経験が無いほど実質金利のマイナス幅が拡大していることは一目瞭然。米金融政策の正常化に伴って円キャリー取引が誘発されやすい環境に差し掛かっているにも拘わらず、実需の円買いもなければ、実質金利の水準にも乏しいという状況は円売りを行う上では極めて良好な環境と評価せざるを得ない。

～過去の局面と異なる 2 つの要素～

現状の円安局面は過去の円安局面とは決定的に異なる要素が 2 つある。それは①巨大な貿易赤字と②大幅なマイナス実質金利である。どちらも過去には見られなかった状況が顕在化しており、それゆえに経験則から水準を予想することが非常に困難化しているというのが筆者の偽らざる本音である。本欄 2014 年 11 月 10 日号『【特別版】「中期為替相場見通し」の臨時改訂』で述べたように、敢えて水準を見出そうとすれば購買力平価からの乖離を参照に 120 円、需給環境からは 120～130 円といったイメージ作りが可能だが、フェアバリューのない為替の世界で未経験の事象が起きている以上、確証は持ち難い。

まず、①について説明すると、過去の本欄や『中期為替相場見通し』でも繰り返し述べたように、基調的な円安が根付くためには「日本人の円売り」が必要とされてきた歴史がある。次頁図に示されるように、円相場の歴史は基本的に「円高の歴史」であったが、それでも過去 5 回ほどの円安局面があった。この内、米同時多発テロや IT バブル崩壊などに乗じて

「有事のドル買い」が幅を利かせた 2000 年代初頭を除けば、生命保険会社など投資家を中心とした「日本人の円売り」が円安局面を支えてきた印象が強かったと筆者は考えている(次頁図及び年

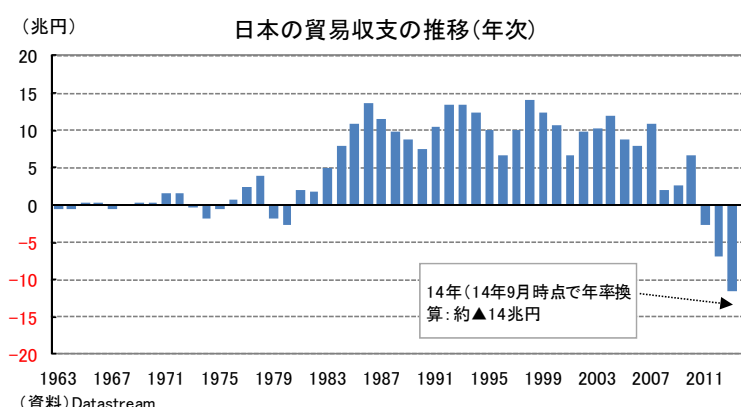
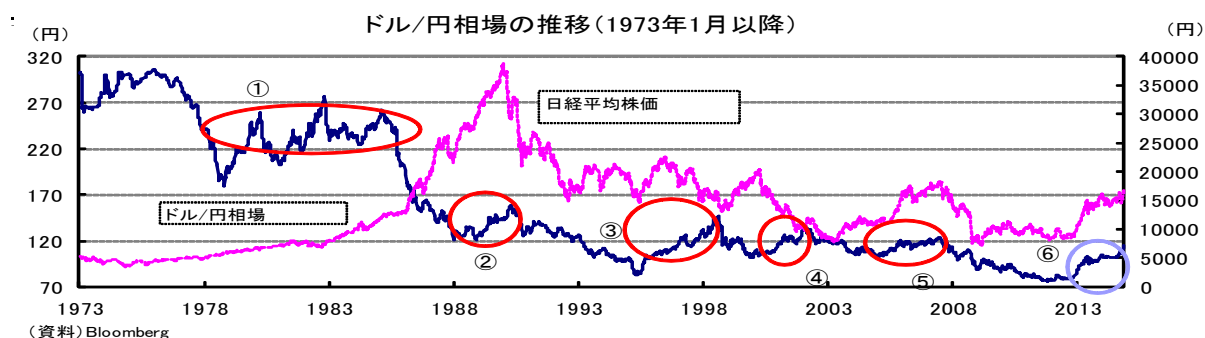


表)。なお、前回の円安局面である 2005～07 年においてはミセス・ワタナベと称される個人投資家の円売り・外貨買いが注目を集めたことも記憶に新しい。莫大な経常黒字を抱え、株式は(少なくともアベノミクス以前は)アンダーウェイトされることが多く、国債に至っては 9 割が国内で消化される円の構造を踏まえれば、「売れる円」は基本的に日本国内に集中しており、だからこそ基調的な円安には「日本人の円売り」が必要とされてきたのだと筆者は考えている。

今回は変動相場制移行後から数えて「6 回目の円安局面」という位置付けであり、過去の例に漏れず「日本人の円売り」が寄与しているものと考えられる。だが、その日本人が投資家に限らず貿易赤字を背景とする実需(輸入企業)も含んでいる点が過去とは決定的に異なる。日本の貿易収支は 2011 年に 1980 年以来、31 年ぶりの暦年赤字に転落して以降、2012 年、2013 年と過去最悪を更新し続けているが、今年 2014 年も過去最悪を更新することがほぼ確実視され(前頁図)、恐らくは第一次所得収支から得られる黒字を殆ど食い潰す格好になりそうである。2014 年 1～9 月合計の貿易赤字を年率換算すると▲14 兆円となるが、第一次所得収支(旧名:所得収支)の過去 10 年の黒字額平均は約 14 兆円とほぼトントンである。こうした実需の劇的な変化は経験が無いものであり、近年のドル/円相場の底堅さにこうした対外収支の悪化が寄与していることはほぼ間違いない。



【円安の歴史を振り返ると・・・】※色付き部分は「日本人による円売り」

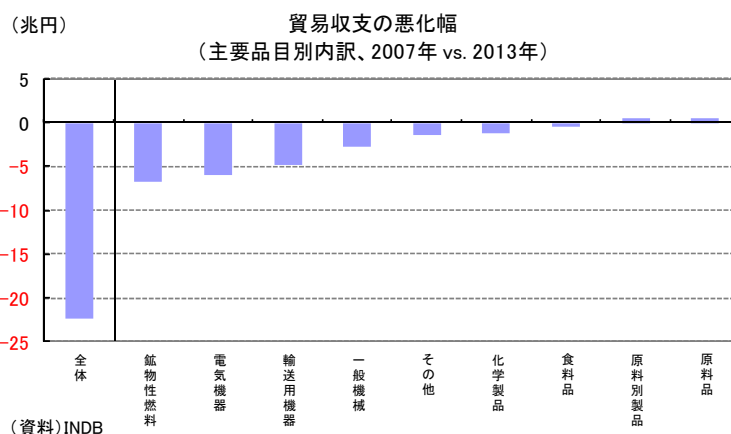
① 1978～1984年頃	出来事	大まかな内容
1973、78年	2度のオイルショック	原油上昇、日本は経常赤字に。「石油に弱い円」との発想。
1978年11月	カーターショック	ドル防衛策によりドル上昇
1980年12月	第一次外為法改正	為銀を介した対外取引の自由化。当時の米30年金利は13～15%。
1985年9月	プラザ合意	G7による協調ドル高是正 ●円安終了
② 1988～1990年頃	出来事	大まかな内容
1980年代後半	本邦バブル	89年、日経平均は一時4万円を展望。機関投資家の含み益が急拡大。
1986年8月	外債投資規制緩和	機関投資家の外貨建資産保有が増加へ。
1987年2月	ルーブル合意	プラザ合意(ドル高)の行き過ぎを修正。
1990年以降	バブル崩壊等	含み益激減。95年、生保SM規制の導入等。 ●円安終了
③ 1995～1998年頃	出来事	大まかな内容
1990年代後半	HFのキャリー取引	金融危機の日本。超低金利継続観測が一助に。
1995年	複数の反転要因	ワシントンG7声明、セタ介入、対外投融資規制緩和、貿易摩擦緩和。
1998年4月	第二次外為法改正	為銀主義の撤廃。個人・企業の自由な外貨取引解禁。
1998年8月～10月	ロシア/LTCM危機	ポジションの精算。円キャリー取引の巻き戻しへ。 ●円安終了
④ 2000～2002年頃	出来事	大まかな内容
2000年	ITバブル崩壊	不況初期のドル買いニーズ高まり。
2001～2002年	断続的な円売り介入	7兆円超の円売り。
2001年9月	米同時多発テロ	米株・ドルと共に円も連れ安。01年3月、日銀は異例の量的緩和へ。
2002年以降	ドルキャリー局面	ドルの調達通貨化。日本は戦後最長の好況へ。 ●円安終了
⑤ 2005～2007年夏	出来事	大まかな内容
2002年～2007年	戦後最長の景気回復	日経平均は1万8千円を突破。
2005～2007年	円キャリー取引	先進国で突出する日本の低金利を背景に。個人投資家によるFXや投信も普及。
2007年夏以降	金融危機本格化へ	ポジションの清算。円キャリー取引の巻き戻しへ。 ●円安終了
⑥ 2012年～現在	出来事	大まかな内容
2011年3月以降	貿易赤字の定着	2011年・12年・13年と過去最大の貿易赤字を更新中。需給構造の変化「輸入企業の円売り」という格好で日本人の円売り。
2012年2月	日銀バレンタイン緩和	ドル/円の200日移動平均線がボトムアウトし始めたきっかけ。
2012年12月	第二次安倍政権発足	アベノミクス。強烈なリフレ志向への傾斜。
2013年以降		
2013年4月4日	量的・質的緩和導入	未曾有の量的緩和へ。円安・輸入インフレ経由のインフレ率上昇基調。
2014年10月31日	日銀ハロウィン緩和	

(資料) 筆者作成。チャートはBloomberg。

～原発停止でも需給は変わらず～

なお、本欄 2014 年 11 月 11 日号『本邦 9 月国際収支統計などについて』でも述べたように、原子力発電所が順次再稼働されたとしてもこの需給激変の流れを止められるとは思わない。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、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」の状況は不変というのが筆者の認識である。

上記本欄でも述べたことだが、原油や天然ガスを含む鉱物性燃料だけが危機後の収支悪化の原因ではない。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、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品目ばかりだが、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）が海外へ移管されているため、かつてのような黒字の稼ぎ頭ではなくなっている。こうした事実を踏まえると、仮に、原発再稼働により鉱物性燃料の輸入を削減しても、全体の赤字傾向を覆すまでには至らないと考えられる。

～GPIF の円売り規模～

なお、安倍政権の政策対応と需給環境を絡めた場合、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のポートフォリオ変更がもたらす影響も無視できない。

GPIFのポートフォリオ変更、比率と金額のイメージ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
変更前	60%	12%	11%	12%	5%
変更後	35%	25%	15%	25%	0%
変更割合（%ポイント）	-25%	13%	4%	13%	-5%
金額換算（10億円）	-31,816	16,544	5,091	16,544	-6,363

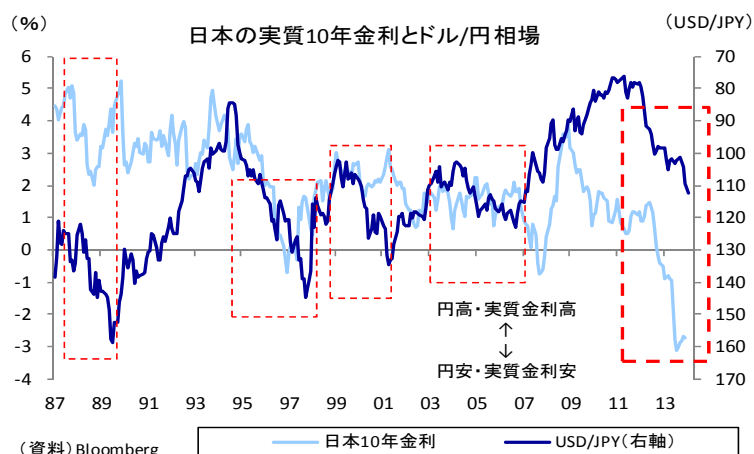
（資料）GPIF、14年第1四半期の総資産「127兆2627億円」を前提としている。

国内債券の比率が▲25 ポイント引き下げられ、これが日銀の追加緩和で上積みされる長期国債購入額 30 兆円とほぼ一致することが話題となっているが（実際、それが一番重要な変化と言えるが）、外国債券及び外国株式の保有比率が計 17 ポイント引き上げられ、約 20 兆円の円売り・外貨買いフローが見込まれる点も見逃せない。史上最大の介入を含む 2011 年の円売り為替介入額が合計 14.3 兆円であったことを振り返れば、この額が如何に巨額なのかが分かるだろう。上述したように、暦年に関し経常収支が概ね均衡しつつある中で、こうしたフローが新たに生じるのだとすれば、元々円売りに傾斜している需給は更にダメ押しとなるのではないかと。もっと言えば、第一次所得収

支の多くは外貨のまま再投資される部分が多いと見受けられ¹、経常収支が示唆する「概ね均衡」イメージは実態に合わず、現実には貿易収支が示すような円売りイメージの方が市場参加者の肌感覚に合うのではないかとと思われる。

～実質金利はかつてないマイナスに～

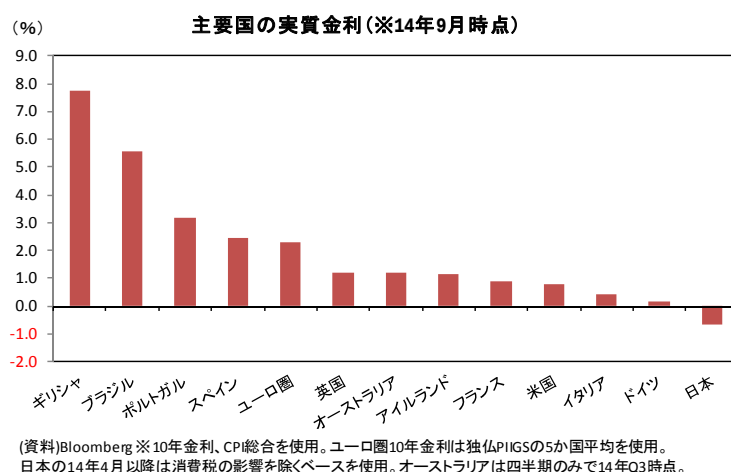
もう1つ、過去の円安局面とは決定的に異なる要素として②大幅なマイナス実質金利が挙げられる。図示されるように、過去の円安局面であっても、現在ほど実質金利が大きなマイナスに陥ったことはない(図、点線四角部分)。図の実質10年金利は「名目10年金利-消費者物価指数総合」で算出しており、1989年4月(0%→3%)や1997年4月(3%→5%)についても消費増税の影響が加味されているが、現在ほ



どマイナス金利になっていたわけではない。未曾有の金融緩和で名目金利を抑制し、緩和期待で演出された円安を背景にヘッドラインのインフレ率が高め誘導された結果、実質金利が押し下げられているわけだが、その実質金利下落が更に円売りを正当化するような循環が生じているのが実情である。こうした状況が反転するには(A)米金融政策の正常化路線が頓挫しQE4がスタートする、もしくは(B)日銀が実質賃金下落などを理由として引き締め路線に転じるなどのシナリオが必要になるが、どちらもメインシナリオとしては据え難いものである。

～実需もなければ、実質金利もない～

上述したように、「円高の歴史」において円売りが加速していた局面では「日本人の円売り」を伴うことが多かったが、そのような局面は大体にして内外金利差が拡大し、投機的な円キャリー取引が強まる局面であったことが多い印象である。恐らく現状もそのような局面に差し掛かっていると考えて問題ないのだろう。だが、重要なことは、過去のそうした局面においては、貿易黒字に特徴づけられる実需構造もデフレ通貨としての買



い妙味である高い実質金利も健在だったということである。現在に目をやれば、米金融政策の正常

¹ これは「再投資収益」の項目に計上される部分という意味に限らず、証券投資収益の大宗も現地口座に外貨で入金されたものが(黒字はこの段階で計上される)、そのまま再投資されるという実態を想定している。

化に伴って円キャリー取引が誘発されやすい環境に差し掛かっているにも拘わらず、実需の円買いもなければ、実質金利の水準もないのである。特に、実質金利の水準に関し、国際比較を試みると(名目10年-CPI総合で算出、※ここでは増税の影響は除く)、円の実質金利だけ大幅なマイナスとなっており、主要通貨における投資妙味の低さは如何ともし難い。こうした状況は円売りを行う上では極めて良好な環境と評価せざるを得ないだろう。

昨日の本欄でも議論したように、これからの日本が直視すべきは「円安がもたらす実質所得の悪化」である。上述してきたような現状認識に基づけば、もはや円安は日本経済にとって所与の条件であり、かつて日本企業が円高対応に苦しんだように、今度は「円安との付き合い方」を巧く考えなければならない局面に入ってくるのではないだろうか。

なお、前頁図にも示されるように、高めの実質金利はユーロ加盟国に多い状況にあつて、需給に関してもユーロ圏が世界最大の状況が続いていることは本欄や拙著『欧州リスク:日本化・円化・日銀化』でも主張してきた通りである。この点、かつての逃避通貨としての性格はそのままユーロへ引き継がれたようにも思われ、それゆえにユーロの円化説を筆者は指摘してきた次第である。

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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
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～本邦の勝負はこれから～
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～伸び悩み実質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月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
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～量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