

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 13 日)

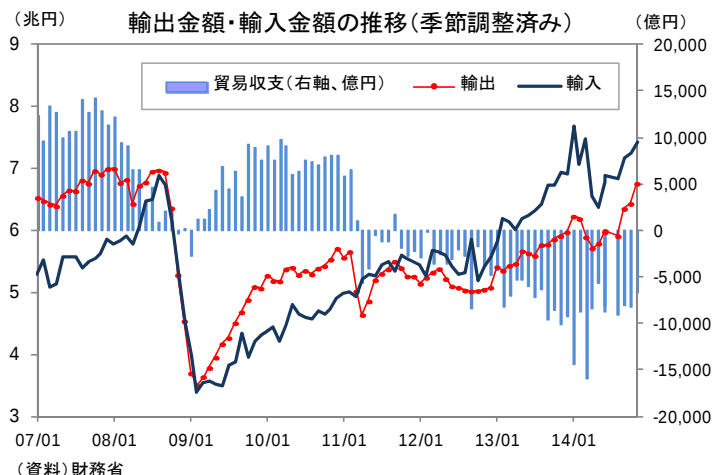
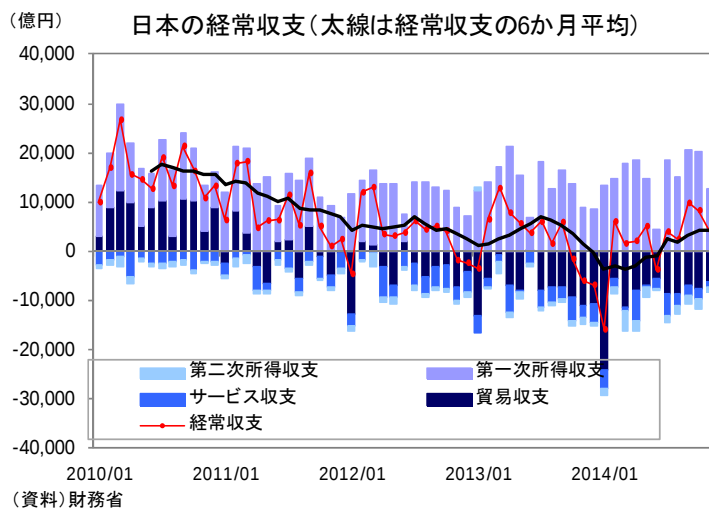
11 月国際収支統計や 12 月対内対外証券投資について

本邦 11 月経常収支は 4330 億円と予想を大幅に上回る黒字を記録。5 か月連続の黒字であり、基調的にも上向いている様子が確認される。本欄ではドル/円相場の見通しを考えるにあたって、経常収支の変化が 2 年後に円相場への影響となって現れてくる想定を重視してきたが、6 か月平均で見た経常収支は 1 年前をボトムとして回復基調にあつて、円安相場の一服感を示唆。但し、裏を返せば 1 年前までの経常収支の悪化基調は今年から来年にかけてのドル/円相場の上値余地を示唆しているとも読め、通貨政策(政府)の方針が変わらない限り、円安見通しは据え置きである。また、12 月対外証券投資は全体としては売り越しとなったが、信託勘定においては GPIF のポートフォリオ変更に触発されたと思しきフローが対外証券投資の取得超を続けている。

～経常収支に反転の兆し～

本日財務省より公表された 11 月の国際収支状況によると、11 月経常収支は 4330 億円と市場予想の中心(1395 億円)を大幅に上回る黒字を記録した。貿易サービス収支は▲7431 億円と依然大幅の赤字だが、第一次所得収支が 1 兆 2760 億円と引き続き堅調を示したことで黒字を確保した格好である。5 か月連続の黒字であり、基調的にも上向いている様子が確認される(図)。輸入金額の拡大を牽引してきた鉱物性燃料が原油価格の急落を背景として縮小していることが寄与しており、この傾向は当面続きそうである。

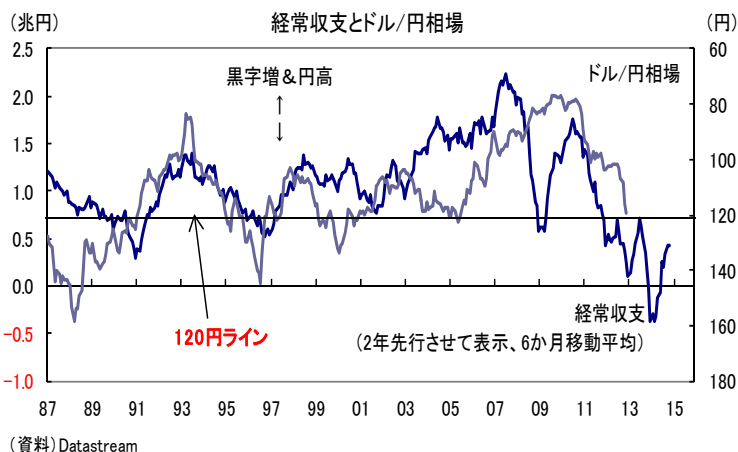
また、季節調整済みの輸出を見れば明らかに漸増傾向が認められ、これが貿易赤字の一段の悪化を食い止めたという部分もありそうである。但し、実質実効ベースの円相場が 1973 年並みの円安となっている以上、ある程度の国内回帰や輸出増加は生じて不思議ではない。問題は、長期的視野に立った場合、こうした劇的な円安をもって半ば強



制的に輸出部門へ資源を分配しようという戦略が日本経済にとってポジティブなのかどうかという論点である。この点は本欄の別の機会で議論したいところである。

～昨春までの経常収支悪化は今年から来年に効く？～

なお、本欄ではドル/円相場の見通しを考えるにあたって、経常収支の変化が2年後に円相場への影響となって現れてくる想定を重視してきた(図)。図示されるように6か月平均で見た経常収支は1年前をボトムとして回復基調にあって、円安相場の一服感を示唆している。但し、裏を返せば1年前までの経常収支の悪化基調は今年(2015年)から来年(2016年)にかけてのドル/円相場の上値余地を示唆して

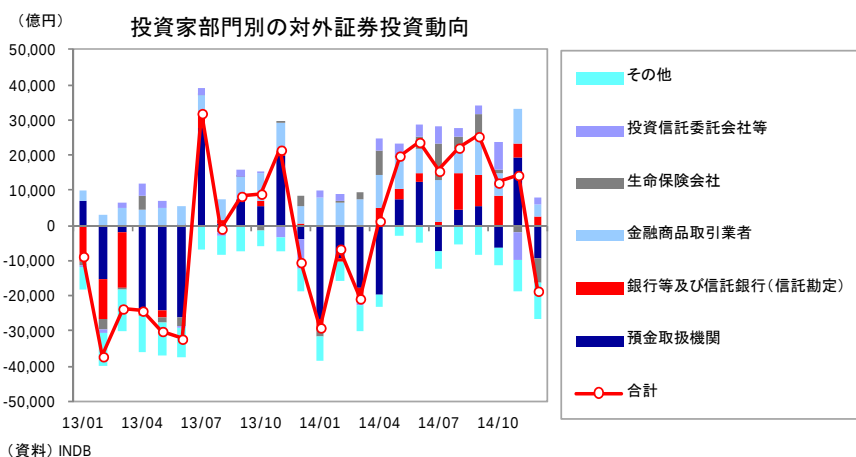


いるとも読める。斯かる状況下、依然として『中期為替相場見通し』で提示している上値130円という目途は据え置きで問題ないと考えます。なにより、続落を続ける原油価格に対し、ハロウィン緩和のロジックとの整合性を取るのであれば4月の追加緩和は予想して然るべきである(政策の善し悪しは別にして、それがロジカルな予想となるはずである)。いち市場参加者としては中央銀行のそうした情報発信を前提にメインシナリオを形成せざるを得ない。

しかし、本欄や『中期為替相場見通し』で再三述べてきたように、円安の副作用を見かねた通貨政策(政府)と円安を追求し続ける金融政策(日銀)の間に存在する「捻じれ」の修正が政策課題として浮上した場合、追加緩和は行われず、むしろ量的質的金融緩和(QQE)の後退的修正が図られるはずだ。その場合は円安余地が限定される、というのが筆者の考えるリスクシナリオである。

～続く信託勘定の対外証券投資～

また、今朝方には財務省から「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)」も公表されている。12月の本邦から海外への対外証券投資は1兆8471億円の売り越しとなる一方、海外から本邦への対内証券投資も1兆2724億円と売り越しとなり、対内・対外をネットアウトした結果は5747億円の資本純流入となった。



国内金利が限界まで押し潰され、少しでも投資妙味の大きいリスク資産に目が向きやすい環境下、特に対外証券投資の動向が為替市場参加者から注目されているが、地政学リスクや原油急落といったリスク要因が通り沙汰された12月は巻き戻しの動きが優勢となった模様である。しかし、それでも銀行等及び信託銀行の信託勘定においては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に触発されたと思しきフローが対外証券投資の取得超を続けており(9か月連続の取得超)、既に発表されている新ポートフォリオのターゲットを満たすべく、今後相当量の円売りが¹出ても不思議ではない。しかし、この点も上述した論点と被るが、通貨政策(政府)が円安を善しとしないムードが強まった場合、新ポートフォリオの乖離許容幅が許す限りにおいて、外貨建て資産を買わないという選択肢が検討される可能性がある²。

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 筆者試算では、昨年9月末時点の運用状況から起算して、外貨建て資産取得のための円売りは約14兆円想定される。

² 新ポートフォリオでは外国債券について「15%±4%」、外国株式について「25%±8%」の乖離許容幅が設けられている。「約14兆円の円売り余地」という試算はそれぞれ「15%」と「25%」を前提とした場合である。参考：GPIF「基本ポートフォリオの考え方」。

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
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
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～
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月レバ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