

みずほマーケット・トピック(2015年2月9日)

本邦 2014 年国際収支状況を受けて～円買い復活？～

2014 年通年の本邦経常収支は 2 兆 6266 億円の黒字で比較可能な 1996 年以来で最小。主として貿易・サービス収支が▲13 兆 4569 億円と過去最大の赤字となったことを受けた結果だが、昨年下半年に限れば貿易収支は明らかに改善傾向。あくまで原油安を背景とした改善であり、原油価格次第では再び悪化する懸念も孕むが、このままいけば 2015 年の経常収支は 2010 年以来、6 年ぶりの改善となる可能性も。この道筋がどの程度はっきりしたものになってくるかが円相場見通しにも大きな影響を与えることに。本欄で予想の指針として使用している基礎的需給バランスは 10～12 月期に大きく円買いに傾斜している。対外証券投資の円売りは続きそうだが、対内証券投資や経常収支は円買いの増加をもたらさそうであり、円安見通しにとって警戒すべき論点。

～「量」の面では完全回復を果たしている米雇用～

先週末の為替相場はドル相場が上昇する展開。注目された 6 日の米 1 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 25.7 万人と市場予想(同 22.8 万人増)を大幅に上回り、しかも前回 12 月分は速報値の同 25.9 万人増

景気後退局面入り後、利上げと雇用復元までに掛かった期間

後退局面入り	利上げ	掛かった期間		利上げに踏み切った時の雇用喪失数(3)
		利上げまで(1)	雇用復元まで(2)	
1973年11月	1974年12月	1年1か月	2年1か月	▲25.2万人
1980年1月	1980年8月	7か月	3年8か月	▲70.8万人
1981年7月	1982年1月	6か月	2年4か月	▲103.7万人
1990年7月	1994年2月	3年7か月	2年7か月	+290万人
2001年3月	2004年6月	3年3か月	3年11か月	▲105.8万人
2007年12月	?	15年1月現在、7年1か月経過中...		現在+250万人

(資料) Bloomberg、全米経済研究所(NBER)

(1)後退局面認定後の利上げまでの期間。認定直後に「利上げ→利下げ」

という動きが見られた場合、その利下げから「次の利上げ」までの期間をカウント

(2)後退局面で喪失した雇用が完全に復元されるまでの期間

(3)後退局面認定後から利上げ時点までの雇用者数変化

が同 32.9 万人増へと著しく上方修正された。失業率こそ 5.6%から 5.7%へ上昇したものの、労働参加率の上昇(62.7%→62.9%)を伴う動きであり、むしろ好ましいものである。遡及改訂値を反映した過去 3 か月間の雇用増加幅は 100.9 万人増となり、これは過去 17 年間で最大の改善である。過去の本欄でも述べているが、賃金や労働参加率の本格上昇は未だ道半ばゆえ「質」の面では改善の余地があるものの、雇用者数という「量」の面ではもはや金融危機前の水準が完全に復元されている。「量」の面での雇用完全回復が利上げスタートに至らなかったケースは過去を振り返っても極めて稀であり(表)、やはり年内の利上げ着手は堅い。

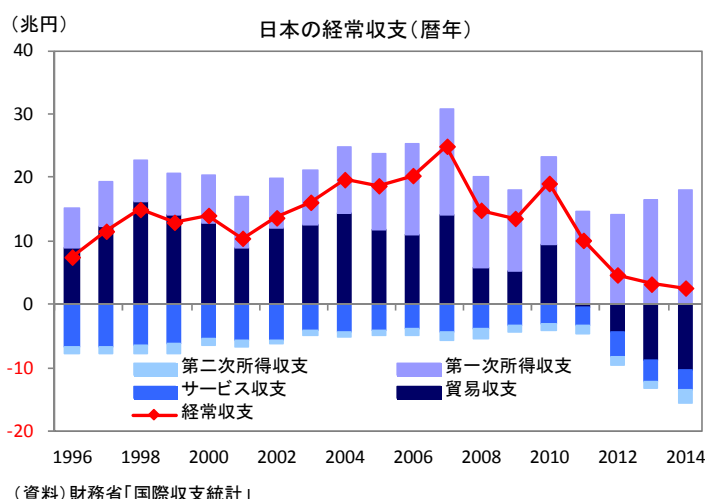
～12 月及び 2014 年国際収支状況～

ところで今朝方には財務省から 12 月の国際収支状況が発表されている。12 月経常収支は 1872 億円と市場予想の中心(3558 億円)を下回る黒字となった。貿易収支は▲3956 億円と 2013 年 7

月に赤字転落して以来、最も小さな赤字幅に止まったものの、サービス収支が▲3342 億円と 5 か月ぶりに大きな赤字になったことで、貿易・サービス収支は▲7298 億円と前月からほぼ横這いに止まった(サービス収支赤字の拡大は主にその他サービス収支の動きを受けたもので、具体的には知的財産権等使用料の赤字拡大が寄与している)。

片や、黒字の大宗を支える第一次所得収支に関しては 1 兆 713 億円と 6 か月ぶりの小さな黒字に止まっており、結果的に経常収支の黒字を押さえた格好である。元より、第一次所得収支に関しては、本邦企業の決算月が集中する 3 月に直接投資収益の受取が集中するため黒字が拡大する傾向がある一方、3 月決算企業の配当支払月である 6 月・12 月には証券投資収益の支払が増加するため黒字が縮小しやすいという季節性がある。今回、予想ほど経常黒字が伸びなかった背景は、季節性を元にした予想の難しいサービス収支赤字の上振れに加え、思ったよりも証券投資収益の支払が膨らんだことに起因したものだろう。証券投資収益は 2572 億円の黒字となったが、これは 12 月としては 2000 年に記録した 2087 億円に次いで小さいものだった。

なお、12 月の結果をもって判明した 2014 年通年の経常収支は 2 兆 6266 億円の黒字で比較可能な 1996 年以来で最小となった。主として貿易・サービス収支が▲13 兆 4569 億円と過去最大の赤字となったことを受けた結果だが、既に本欄 2015 年 1 月 27 日号『2014 年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～』でも述べたように、昨年下半期に限ってみれば貿易収支は明らかに改善傾向を辿っている。あくまで原油安を背景とした改善であり、原油価格次第では再び悪



化する懸念も孕むが、このままいけば 2015 年の経常収支は 2010 年以来、6 年ぶりの改善となる可能性が高い。この道筋がどの程度はつきりしたものになってくるかが円相場見通しにも大きな影響を与える話になってくるが、少なくとも当面は 2014 年の経常収支が小さな黒字に止まったことを見通し作成上、尊重すべきなのだろう。

～回復する基礎的需給～

本欄や『中期為替相場見通し』で予想の指針として使用している基礎的需給バランス¹(以下単に基礎的需給、次頁図)を見ると、10～12 月期は 4 四半期ぶりに円買い超過となっている。具体的に 10～12 月期の基礎的需給は 4 兆 5164 億円の円買い超過となっているが、これは 2 つの要因が寄与した結果である。まず、対外証券投資が前期(7～9 月期)の約▲7 兆円から約▲7000 億円へと 10 分の 1 程度に縮小していることが円売りフローの大きな減少に繋がった。しかし、こうした流れが

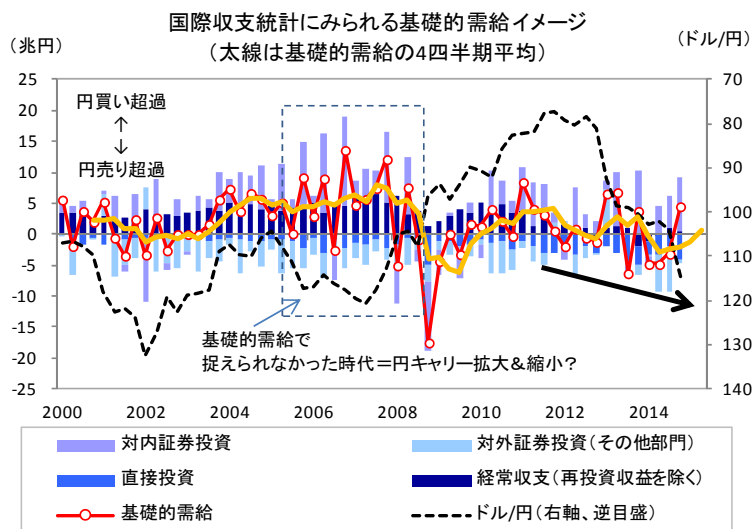
¹ 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したものから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数であり、要するに為替に影響を持ちそうな項目だけ積み上げ、需給のイメージを表現している。円安バブルと呼ばれ、円キャリー取引を筆頭とする投機的取引が隆盛を極めていた 2005～07 年を除けば基礎的需給の方向感は概ね、ドル/円相場の方向感と合致してきた。

定着するようには思えない。対外証券投資は1～9月期合計で約▲13兆円もの円売りを記録していたことを踏まえれば、むしろ10～12月期の勢いの衰えは反動減と解釈すべきではないか。来年度を見通せば、政府の公的年金改革を受けて年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)以外の公的年金や主要な生命保険会社でもポートフォリオの海外シフトが起きやすい状況が予想されるため、対外証券投資は再び大きな円売りフローをもたらす項目になるのではないかな。

10～12月期の円買い超過をもたら

したもう1つ要因は対内証券投資が膨らんだことである。ユーロ圏におけるマイナス預金金利を背景にベシススワップなどを絡めて日本国債への需要が強まったとの指摘が昨年来散見されるが、日欧の金融政策の現状を踏まえれば、こうした状況は早晚変わらないだろう。とすれば、対内証券投資が大きく減ることも想定しにくい。この上で、貿易収支の改善を背景に経常黒字まで増加基調になれば、基礎的需給はさらに円買いに傾

くことになる。日米金融政策格差が決定的に目先の円安・ドル高を正当化する(基礎的需給で言えば対外証券投資による円売りが膨らむ)ことは間違いないが、「放って置けば円安」という本欄の基本シナリオを支えてきた基礎的需給に変調が見られ始めていることは今後の見通し作成において十分警戒したい論点である。



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
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経営黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
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
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～