

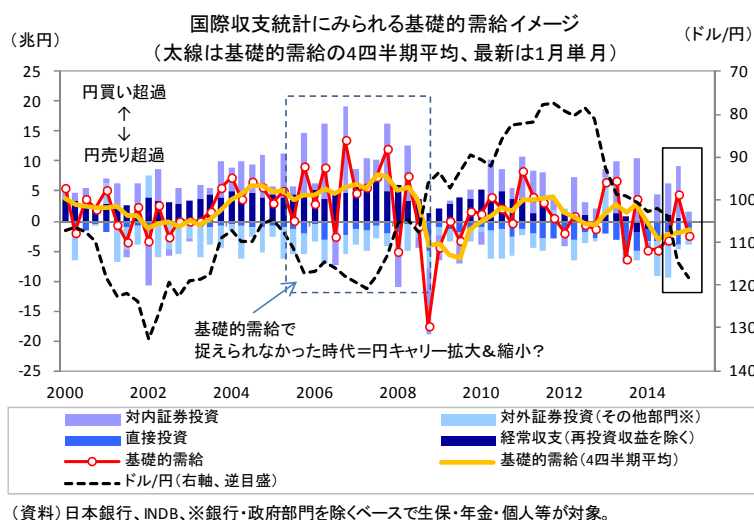
みずほマーケット・トピック(2015 年 3 月 24 日)

## 円相場の基礎的需給環境の整理

ドル/円相場が再び方向感を見失いつつある現状を踏まえ、基本に立ち返り、円相場の需給環境を考察してみる。本欄で算出する基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)は昨年半ばから僅かに上向いており、その間に急騰したドル/円相場との間に齟齬を感じる。過去を振り返ってみると、基礎的需給の変化に遅行する格好でドル/円相場が追随することが多かった印象もあり、円相場見通しを作成するにあたって、最近の基礎的需給動向はやはり気掛かり。試算してみると、円売りに傾斜した需給環境の「底」は 2014 年上半期というイメージに落ち着く。より具体的には、2014 年上半期から下半期にかけての円買い傾斜をもたらしたのは①対内証券投資の拡大と②経常収支(再投資収益除く)の拡大であった。だが、新年度以降に期待される対外証券投資の加速を踏まえれば、「円売り>円買い」の構図が大きく変わる可能性も低い。

### ～円相場の基礎的需給～

ドル/円相場が再び方向感を見失いつつある現状を踏まえ、基本に立ち返り、円相場の需給環境について考察してみたい。本欄や 2 月 27 日発行の『中期為替相場見通し』でも議論したように、本欄ではドル/円相場の先行きリスクを高める要因として円売り需給環境の変化を注視している。これまで繰り返し述べてきた事実だが、円キャリー取引の拡大・縮小に振らされた 2005～2008 年の局面を除けば基礎的需給バランス<sup>1</sup>(以下単に基礎的需給)の方向感ドル/円相場の方向感を捕捉するための指針となってきた。図示されるように、本欄で注目する基礎的需給の趨勢は昨年半ばから僅かに上向いており、その間に急騰したドル/円相場との間に齟齬を感じる(図中、実線四角で囲った部分)。過去を振り返ってみると、基礎的需給の変化に遅行する格好でドル/円相場が追随することが多かった印象もあり、円相場見通しを作成するにあたって、最近の基礎的需



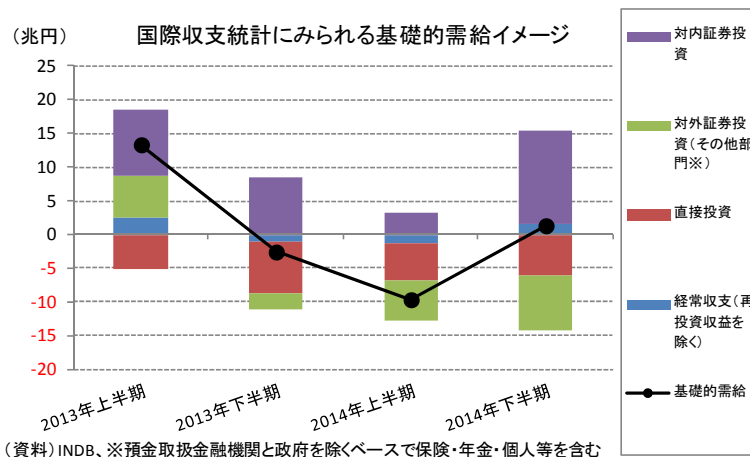
図示されるように、本欄で注目する基礎的需給の趨勢は昨年半ばから僅かに上向いており、その間に急騰したドル/円相場との間に齟齬を感じる(図中、実線四角で囲った部分)。過去を振り返ってみると、基礎的需給の変化に遅行する格好でドル/円相場が追随することが多かった印象もあり、円相場見通しを作成するにあたって、最近の基礎的需

<sup>1</sup> 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。

給動向はやはり気掛かりである。依然として基礎的需給の趨勢はゼロ以下、要するに「円売り＞円買い」の需給バランスが温存されているが、今後の対内・対外証券投資動向や原油価格に左右される貿易収支動向によっては再び基礎的需給が水面下から顔を出し、「円売り＜円買い」の需給バランスが見られる可能性も視野に入る。

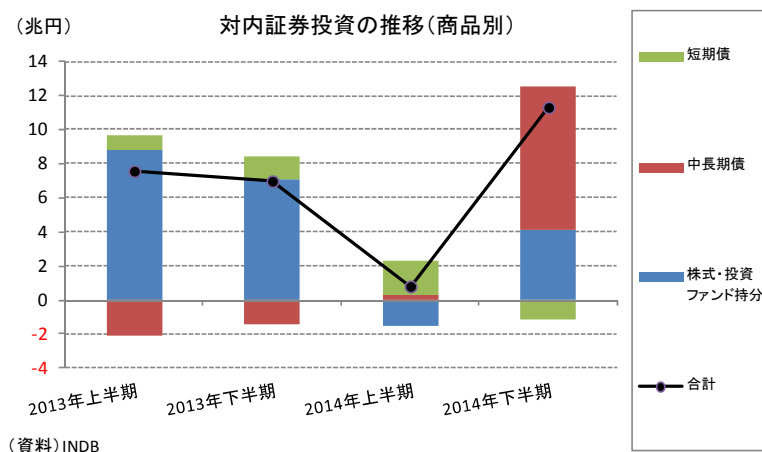
### ～円売りピークは2014年上半期だった？～

具体的に、アベノミクスを受けた円安・株高傾向が鮮明になり始めた2013年以降に絞って基礎的需給の推移を振り返ると、2013年上半期が約+13.4兆円の円買い超過、2013年下半期が約▲2.5兆円の円売り超過、2014年上半期が約▲9.6兆円の円売り超過となった後、2014年下半期には約+1.4兆円の円買い超過に戻っている。つまり、円売りに傾斜した需給環境の「底」は2014年上半期というイメージになる（もちろん、あくまで基礎的需給上は、



という話である)。この基礎的需給の推移を構成項目別に示したものが図だが、2014年上半期から下半期にかけての円買い傾斜をもたらしたのは①対内証券投資の拡大と②経常収支(再投資収益除く)の拡大であったことが分かる。

まず、①対内証券投資の拡大に関して、商品別に分解したものが右図となるが、下半期に対内証券投資が拡大した背景は(1)中長期債への買い越しが拡大したこと、(2)株式・投資ファンド持ち分が前期の売り越しから買い越しに転じたこと、の2点が指摘できる。前者は、各種債券がマイナス化するユーロ圏からの需要増加やベシススワップなどに絡んで日本国債への投資が有利になった



背景などを指摘する向きがある。本当にマイナス金利が常態化するユーロ圏からの需要が効いているのだとすると、今後中長期債への対内証券投資が大きく売り越しになることは難しそうだが、それにしても2014年下半期の買い越し額は巨額(+13.9兆円は2011年上半期以来、7期ぶりの高水準)であり、この規模の投資が続くとは考え難い。

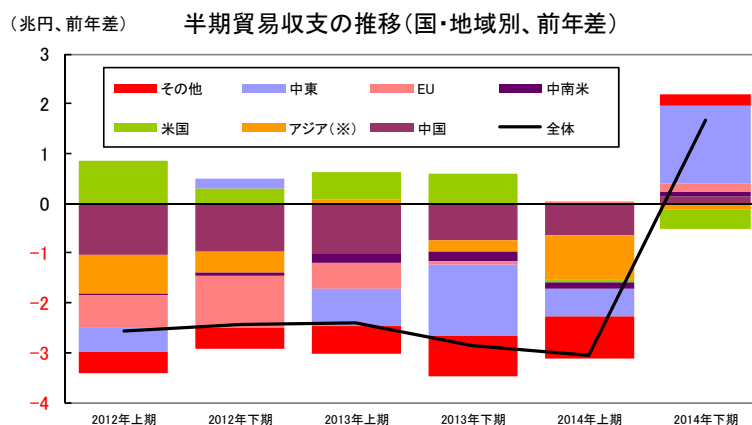
後者の株式・投資ファンド持ち分の買い越しは、言うまでもなく、ハロウィン緩和を受けて10～12月期に加速したものである。しかし、本欄2015年3月10日号『なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？』でも議論したように、年後半に海外投資家が買い越しを加速させたとは言え、2014年

通年で最も大きな買い越し主体は海外投資家ではなく信託銀行だった。2015 年に入ってからで見ると、1～2 月合計で海外投資家が▲3506 億円の売り越しとなっている一方、信託銀行は+8086 億円の買い越しとなっており、この傾向が続くのだとすれば、海外投資家の日本株買いが主導する格好で(2)が継続することも難しいだろう。信託銀行を筆頭とする国内勢の日本株買いが呼び水になり、海外投資家のフローが惹きつけられる展開となればその限りではないが、それでもハロウィン緩和後の勢いをもって対内株式投資が加速する可能性は低い。

### ～経常収支における円買い需要は復元していく可能性も～

つまり、①対内証券投資の拡大及

び②経常収支(再投資収益除く)の拡大のうち、①はさほど持続的には思えない。では、②はどうか。これは原油次第としか言いようがない。過去の本欄でも述べたように、現在の貿易収支改善をもたらしているのは輸出増よりも輸入減である。確かに輸出数量指数の伸びも散見されるようにはなってきたが、輸入金額の減少に比べれば取るに足りない。こ



(資料)INDB ※アジアは中国以外

れは貿易収支の変化を国・地域別で見れば一目瞭然である(図)。例えば 2014 年下半期(7～12 月合計)は実に 8 四半期ぶりに前年比較で収支が改善した。金額で見ると、2014 年下期は前年同期(2013 年 7～12 月合計)と比べて+1654 億円の改善だが、このうち中東向け貿易収支は+1569 億円の回復であった。貿易収支改善の背景には色々な要因があるだろうが、原油価格で大半の説明がつきそうなことはこれで分かる。

原油価格の動向を正確に予想するのは困難であり、必然的に経常収支(再投資収益除く)が基礎的需給にどのような影響を与えていくのかは読めないというのが率直な印象である。仮に、原油価格が足許から横這いとなった場合、貿易収支は顕著に改善してくるだろうが、再び上昇してくれば直ぐに悪化するはずである。この点、昨今見られている経常取引における円買い需給の復調は単なる外生的な幸運に恵まれた結果に過ぎない(円安効果ではない)。もちろん、理由はどうあれ、基礎的需給の改善要因(円買い傾斜要因)であることには違いないが、前頁図に示したように基礎的需給に占める経常収支(再投資収益除く)の割合は決して大きなものではない。2000 年～2010 年のように、せめて年間 15 兆円程度の経常黒字を稼ぐような状態にならない限り、全体に与えるインパクトは限定的という印象である。その当時、貿易収支が年間 10 兆円前後の黒字だったことを踏まえれば、そのハードルは高いと言わざるを得ない(過去 5 年平均は▲5.7 兆円の赤字)。

### ～しかし対外証券投資は加速～

こうして考えてみると、2014 年下半期以降に見られた基礎的需給を円買いに傾斜させる 2 つの要因(①及び②)はさほど大きな潮流になってこないように思われるため、筆者は、基礎的需給におけ

る円売り優勢の状況が変わることはないと考えている。確かに①や②が今後円安のブレーキになる可能性はある。だが、これから新年度にかけては高い確率で対外証券投資<sup>2</sup>の加速が見込まれるのも事実であり、恐らくその勢いは強そうである。P.2 の図に示されるように、確かに円売りに傾斜した需給環境の「底」は 2014 年上半期というイメージだが、対外証券投資に限れば、2014 年上半期の約▲6 兆円から 2014 年下半期は▲8.2 兆円へと買い越し(≒円売り)が加速している。

対外証券投資加速の背景には、国内の超低金利環境や日米の金融政策格差といったごく基本的な運用環境もあるが、やはり昨秋公表された年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用改革の影響が無視できない。今年 2 月末に公表された昨年 12 月末時点の運用状況を元にすれば、GPIF はあと 9 兆円以上の円売り余地を有しているように推測される。周知の通り、ことは GPIF だけに止まらない。今年 10 月には主要 3 共済(国家公務員共済組合連合会(KKR)、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興)と GPIF の運用一元化が控えているし、それ以外の公的年金や機関投資家においても、よりリスクを取る姿勢が強まる傾向が見聞きされる。

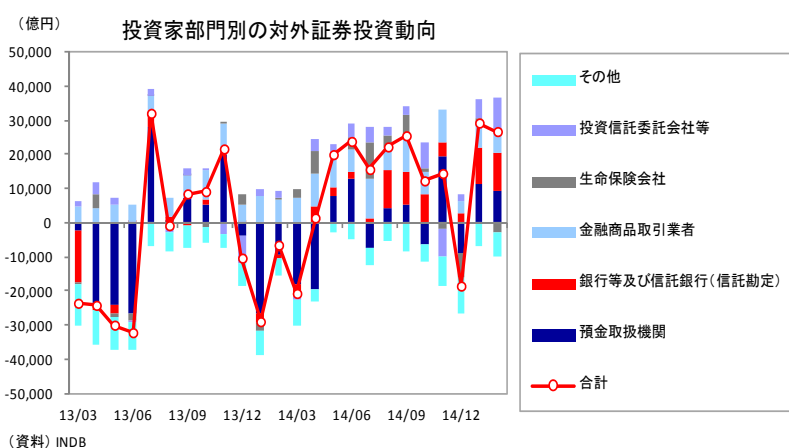
### GPIFのポートフォリオ変更、比率と金額のイメージ

| <金額単位:10億円>             | 国内債券<br>(±10%) | 国内株式<br>(±9%) | 外国債券<br>(±4%) | 外国株式<br>(±8%) | 短期資産          |
|-------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 【変更前】ターゲット(①)           | 60%            | 12%           | 11%           | 12%           | 5%            |
| 【変更後】ターゲット(②)           | 35%            | 25%           | 15%           | 25%           | 0%            |
| 変更割合(%ポイント、②-①)         | -25%           | 13%           | 4%            | 13%           | -5%           |
| 変更金額                    | <b>-32,509</b> | <b>16,905</b> | <b>5,201</b>  | <b>16,905</b> | <b>-6,502</b> |
| 【現状】14年12月末時点           | 43.13%         | 19.80%        | 13.14%        | 19.64%        | 4.30%         |
| ターゲットまでに必要な調整(%ポイント)    | -8.13%         | 5.20%         | 1.86%         | 5.36%         | -4.30%        |
| ターゲットまでに必要な調整(金額)       | <b>-10,572</b> | <b>6,762</b>  | <b>2,419</b>  | <b>6,970</b>  | <b>-5,592</b> |
| 【参考】最大乖離幅まで許容した場合(金額、注) | <b>-23,729</b> | <b>18,586</b> | <b>7,670</b>  | <b>17,486</b> | -             |

(資料) GPIF、14年12月末の総資産「137兆358億円」を前提。なお、【現状】の構成比率は四捨五入のため厳密には100%とならず。

(注) 国内債券は最も低い「25%」、国内株式・外国債券・外国株式は最も高い「34%」「19%」「33%」を想定した場合に、14年12月末からどのくらい買い増し・売り増しが可能かを試算したもの。もちろん、最大乖離は同時には実現しないのであくまで参考。

現に、財務省公表の『対外及び対内証券売買契約等の状況』を投資家部門別で見れば、銀行等及び信託銀行(信託勘定)の買い越しが今年 2 月時点で 11 か月連続の買い越しとなっている(図)。同期間で均せば、毎月 6000 億円以上の対外証券投資が信託銀行(信託勘定)から出ていることになり、これは他の投資家を圧倒している(今年に入ってから 1~2 月



<sup>2</sup> 対外証券投資は、基礎的需給計算上、ヘッジ比率が高そうな銀行・政府部門を除くベースとしているが、文中では単に対外証券投資としている。なお、銀行・政府部門を除いても、対外証券投資の大勢には殆ど影響はない。

は2か月連続では1兆円超の買い越し)。こうした動きを軸として対外証券投資が円売り圧力を拡大し続ける状況は容易に想像できる。

### ～「安いドル」を欲する主体は多い～

上述してきたような基礎的需給は「基礎的需給が〇〇兆円くらいだとドル/円が△△円くらいになる」といった水準感をピンポイントで探るためのツールではなく、あくまで今後の方向感を考える上での有力な手掛かりと筆者は考えている。この点、最近の基礎的需給の趨勢は依然として「円売り>円買い」の状況にありつつも、やや「円売り<円買い」の状況に傾きつつあるように見受けられ、『中期為替相場見通し』作成にあたっては、これをリスクと考えてきた。現時点での筆者の見立ては、海外投資家による日本株買いのフローや原油価格の下落を背景とする経常黒字の復元は侮れないと思いつつも、新年度以降に予想される対外証券投資の加速を踏まえれば、基礎的需給が完全な円買い超過で定着する展開も難しいと考えている。

もちろん、年内130円までを展望するには日銀がハロウィン緩和時のロジックに従って、追加緩和に踏み切ることが必要になってくると考えるが、それは「どこまで円安に行くか」という次元の議論であって、それがなかったからと言って円高反転まで見込むものではない。少なくとも FRB が順当に正常化プロセスを進めている限りは、やはり「安いドル」を欲しい経済主体(企業、機関投資家、個人投資家等)は東京市場に多く存在するという印象であり、円安シナリオの大勢自体は簡単には揺るがないのではないか。裏を返せば、FRBの正常化プロセスが実体経済にネガティブな影響を与え始め、その手が止まった時には対外証券投資の前提となり得る金利差の変化を通じて、基礎的需給における「円売り>円買い」という構図が動揺する可能性を見込む必要が出てくる。

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](mailto: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3月23日  | ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～                                        |
| 2015年3月20日  | 週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)            |
| 2015年3月19日  | FOMCを終えて(3月17～18日開催分)                                          |
| 2015年3月18日  | ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A                                           |
| 2015年3月17日  | ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて                                      |
| 2015年3月16日  | ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～                                         |
| 2015年3月13日  | 週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)                         |
| 2015年3月12日  | 日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～                                       |
| 2015年3月11日  | 3月レバトリ円高説について                                                  |
| 2015年3月10日  | なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?                                           |
| 2015年3月9日   | ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～                                     |
| 2015年3月6日   | 週末版                                                            |
| 2015年2月27日  | 週末版                                                            |
| 2015年2月26日  | 為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増                                           |
| 2015年2月25日  | イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～                                      |
| 2015年2月24日  | 円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～                                         |
| 2015年2月23日  | ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～                                          |
| 2015年2月20日  | 週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)                                |
| 2015年2月19日  | 本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～                                        |
| 2015年2月18日  | 当面のギリシャ情勢に関する論点整理                                              |
| 2015年2月17日  | ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて                                        |
| 2015年2月16日  | 本邦10～12月期GDP(1次速報値)について                                        |
| 2015年2月13日  | 週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)                             |
| 2015年2月12日  | イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～                                      |
| 2015年2月10日  | 最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について                                        |
| 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?～                                      |
| 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常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、輪番制の解説                                                  |
| 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～                                   |