

みずほマーケット・トピック(2015年3月26日)

## 本邦対内・対外証券投資の動向について

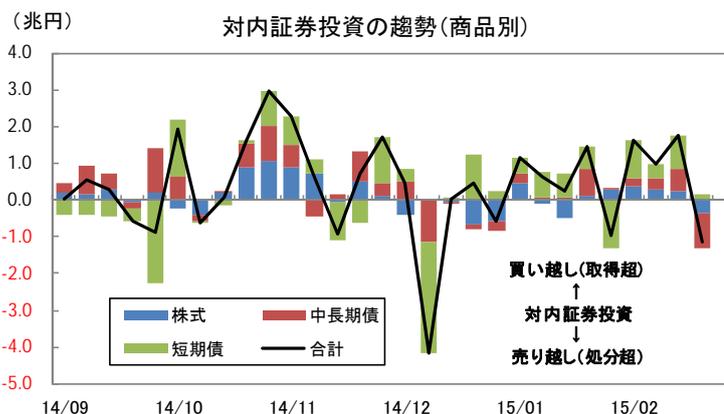
3月15～21日週の対内・対外証券投資の動向によれば、海外から国内への対内証券投資は合計▲1兆1357億円の処分超、国内から海外への対外証券投資は合計で1兆440億円の取得超となり、当該週のネットフローは▲2兆1797億円と大幅な純流出となった。日米金政策格差や国内の超低金利環境という運用環境に加え、政府の公的年金改革の影響もあり、当面は対外証券投資の買い越し主導で円安シナリオを描くのが妥当な情勢。だが、裏を返せば、今秋には公的年金のアロケーション変更が目途がつくのだとすると、その頃を境として対外証券投資が失速する可能性はある。とすれば、2016年は円安シナリオが岐路を迎える展開も視野に入る。

### ～ドル全面安下でもドル/円は底堅い～

昨日の為替市場ではドル相場が下落する展開。米2月耐久財受注は前月比▲1.4%となり、市場予想の中心(同0.2%増)を大幅に下回った。これを受けてNYダウ平均は前日比▲292.60ドルで引けており、ドルは一時、対ユーロで1.1014、対円で119.23円をつける展開となっている。統計悪化の背景としてドル高を指摘する向きもあり(それが真実かどうかはさておき)、「ドル上昇→米経済減速→利上げ時期後退」という連想が出やすくなっている。本当にこうしたストーリーが実現するのだとすれば、日本やユーロ圏のみならず米国の金融政策までもが通貨政策化することを意味する。だが、それにしてもドル/円の下値は堅く、目先では円高再来を予想するほどのムードは感じない。

### ～対内証券投資は4週ぶりの処分超に～

ところで今朝方には財務省より3月15～21日週の「対外及び対内証券投資売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」の状況が公表されている。一昨日の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、今後の円相場見通しを検討するにあたっては、海外投資家による日本株買い及び国内投資家による外貨建て資産投資が円相場の基礎的需給環境に与える影響が重要になってくるため、



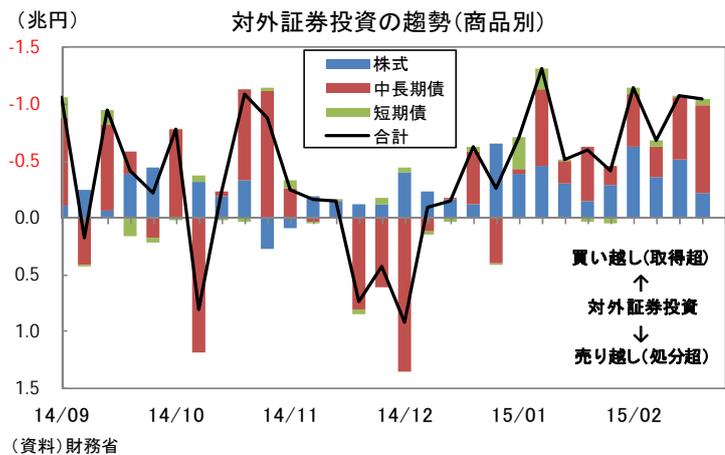
週次マネーフローの分析は重要である。海外から国内への対内証券投資に関しては、株式・投資ファンド持ち分が▲3528億円、中長期債が▲9535億円と共に売り越しとなった一方、短期債が

<sup>1</sup> 本欄 2015年3月24日号『円相場の基礎的需給環境の整理』をご参照下さい。

+1706 億円の買い越しとなり、合計▲1 兆 1357 億円の処分超となっている。対内証券投資の売り越しは 4 週間ぶりで、売り越し規模としても昨年 12 月末以来、12 週間ぶりの大きさである。先週最も大きなイベントと言えは 17～18 日の FOMC であり、基本的にはドル高懸念に応じたハト派材料と受け止められたが、これに対する市場の反応は米金利低下・米株上昇であり、特に市場心理が冷え込んだという印象はなかった。今回見られた海外投資家の処分超は当該週の特定材料に反応したものであるというよりも、前週までの 3 週間で合計+4 兆 3414 億円と大幅な取得超を記録していたことの反動と考えた方が良いでしょう。

～対外証券投資は 13 週連続の取得超～

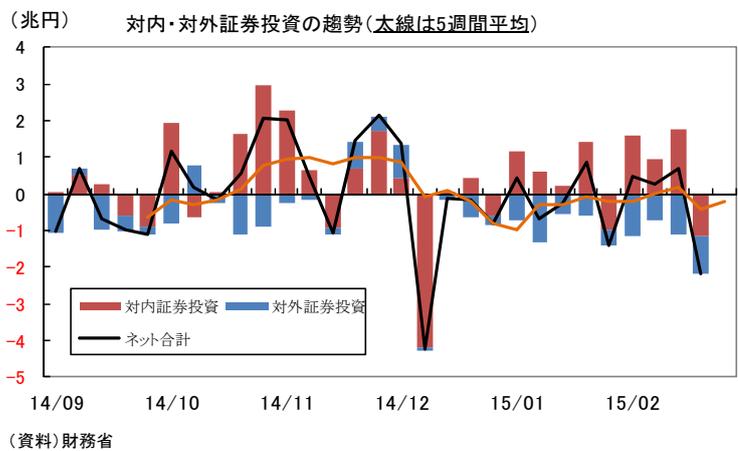
一方、国内から海外への対外証券投資については株式・投資ファンド持ち分が+2213 億円、中長期債が+7655 億円、短期債が+572 億円の買い越しとなり、合計で+1 兆 440 億円の取得超となっている(※注:図表上は資金の動きを分かりやすく反映するため、買い越しをマイナスで表記している)。引き続き国内投資家の対外的にリスクを取る姿勢は顕著であり、対内証券投資はこれで



13 週連続の取得超である。この点に関しては、日米金政策格差や国内の超低金利環境という前提は元より、政府の公的年金改革の影響を強く受けていることは本欄でも繰り返し述べてきた通りである。改革の結果として起きる GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)のアロケーション変更完了の目途は今秋との声は多く、少なくとも向こう半年間は対外証券投資主導で円売り地合いが確保される公算が大きい、というのが筆者の見立てである。

～ネットフローは純流出継続。問題は 2016 年以降に～

上述のような対内・対外証券投資をネットアウトした結果、当該週のネットフローは▲2 兆 1797 億円の純流出となっており、純流出は 4 週間ぶり、金額としても 12 週間ぶりの大きさとなっている。上述したように、今回は従前の反動として対内証券投資が大幅売り越しとなった側面が強そうであり、これが常態化する可能性は低い。だが、図に示されるように、昨年 12 月以降



は対外証券投資の買い越しが相応の額で続くことによって、ネットフローの趨勢(5 週平均)は均衡ないし純流出に傾いている(図は週次データだが、これを月次で見ればよりその傾向は顕著にな

る)。上述したように、国内から海外への旺盛な対外証券投資意欲は元々の運用環境の好転に政策的サポートが加わることで当面は堅調に推移しそうであり、国内から海外への純流出を背景として円安シナリオを描くことが妥当だろう。

だが、裏を返せば今秋にはアロケーション変更が目途がつくのだとすると、その頃を境として GPIF を筆頭とする機関投資家の対外証券投資が失速する可能性はある。とすれば、そうした向きからの円売りは落ち着くだろう。また、来年にかけては FRB 利上げに伴う日米金融政策格差拡大というテーマも小康を得る可能性があり、2016 年は円安シナリオが岐路を迎える展開も検討しなければならないだろう。

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25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
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月レパ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	イェレン議長証言を終えて～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)未満の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】『中期為替相場見直し』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)