

みずほマーケット・トピック(2015年5月13日)

本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて

2014年度の経常収支は+6兆3385億円と4年ぶりに前年度対比で改善。しかし、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(以下単に基礎的需給)を見ると、1~3月期は▲1兆4700億円と2四半期ぶりに円売り超過となっている。昨年10~12月期こそ、基礎的需給はハロウイン緩和を受けた日本株買いを主因として4四半期ぶりの円買い超過になったが、やはりそうした動きは一時的であった。現状そして今後に関しては、旺盛な対外証券投資が経常収支の改善や対内証券投資の買い越しを凌ぐ構図が続きそうであり、少なくとも今年度は需給面での円売り基調は続くと考えたい。しかし、来年度を臨むにあたっては日米金融政策格差という大前提に疑義が生じ始めるに伴い、一段と複雑な読みが要求される局面になってきそう。

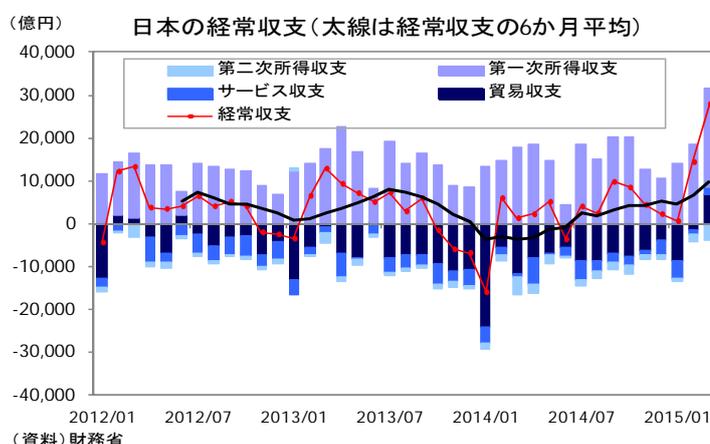
～本当の山場は7月以降～

昨日の為替市場では欧州債券市場において金利が上昇する状況下、投資妙味を理由としたドル売り・ユーロ買いの動きが先行している。ギリシャに対する緊急流動性支援(ELA)の上限が引き続き上乘せ・延長されたことも市場心理の改善に寄与したものと見受けられる。しかし、過去の本欄でも述べたように、ギリシャにとって本当の山場は年内最大の償還を迎え、第二次金融支援の有効期限も切れる7月以降である。2月末に延長合意した第二次金融支援は、結局のところ机上の合意に止まり、実行を迎えずに第三次金融支援の交渉に突入する可能性も有り得る。言うまでもなく、その際の第三次金融支援の規模は第二次金融支援の金額を含める分、大きなものになる。

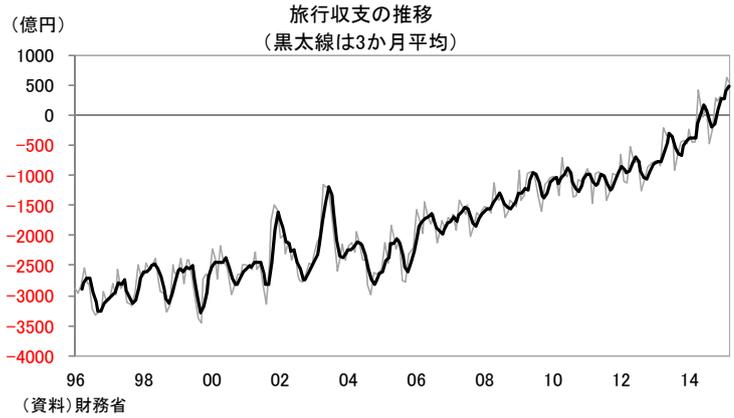
～本邦3月国際収支統計～

今朝方には財務省から3月の国際収支状況が発表されている。3月经常収支は+2兆7593億円と市場予想の中心(2兆613億円)を上回る黒字となり、2008年3月以来の高水準を記録している。

黒字拡大は貿易・サービス収支及び第一次所得収支の両面からもたらされたものである。まず、貿易・サービス収支は+8392億円と2010年9月以来の黒字となった。既に通関ベースの貿易収支で明らかになっていたように、原油価格急落を背景とする輸入急減が収支改善をもたらしているが、このベース効果剥落による改善は3月がピークとの見方もある。また、サービス収支が+1678億円と

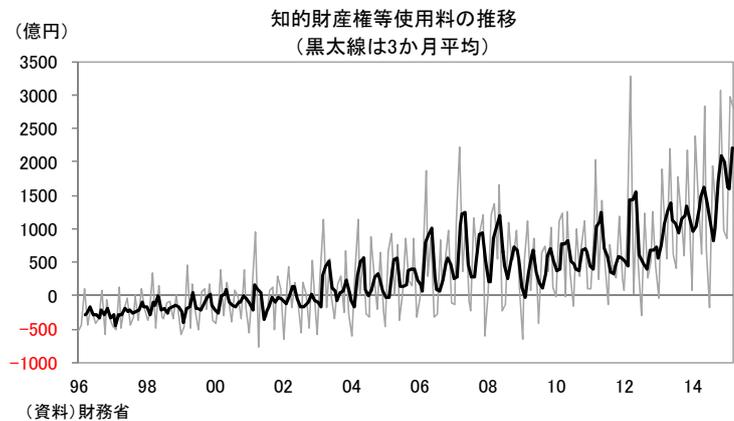


比較可能な 1996 年 1 月以来で初めて黒字となったことも見逃せない。むしろ貿易収支の改善が原油価格急落という一時的要因を受けたものであることを踏まえれば、基調的な変化としては最近のサービス収支の動向の方が注目されよう。この背景としては既に中国人訪日客による旺盛な消費意欲(いわゆる「爆買い」など)が報じられているように、旅行収支の改善が無視できない(図)。



3月の旅行収支は+518 億円と6か月連続の黒字だが、金融危機以前は概ね月▲2000 億円の赤字項目であったことを踏まえればその変化は決して小さいものとは言えない。

なお、3月に関しては、その他サービス収支の改善も寄与した。3月のその他サービス収支は+1660 億円と2009年3月以来の大幅黒字となったが、基本的には3月に膨らみやすいという性質もあり、基調的な変化とは言えない。但し、その他サービス収支の中では、2007年頃から慢性的に黒字化してきた知的財産権等使用料がここに来て安定的に、しかも相応に大幅な黒字額を記録し始め



ているのは事実である(図)。これは本邦製造業(特に自動車)の対外直接投資拡大に伴って、現地子会社から親会社へのライセンス使用料(国際収支上の正式名は工業権・鉱業権使用料)が拡大していることに起因している。円安による輸出ドライブが掛かりにくくなった代わりに、こうした経路で日本への還流が強まっていることなどを踏まえれば、「円安がもたらす対外経済部門への効果」という意味では、やはり貿易収支よりも貿易・サービス収支、貿易・サービス収支よりも後述の第一次所得収支を含んだ経常収支を見る意味が強まっていると考えられる。

なお、3月経常黒字の大宗を支えたのは相変わらず第一次所得収支であり、+2兆3265 億円と比較可能な1996年1月以来で最大となった。円安効果に加えて、3月は本邦企業の決算月が集中するために直接投資収益の受取が集中し、黒字は膨らみやすい。そのため、この規模の黒字額が続くとは考え難いだろう。なお、3月国際収支における誤差脱漏は+2兆1635 億円と過去2番目に大きく、今後の修正には注意を要することに留意したい。

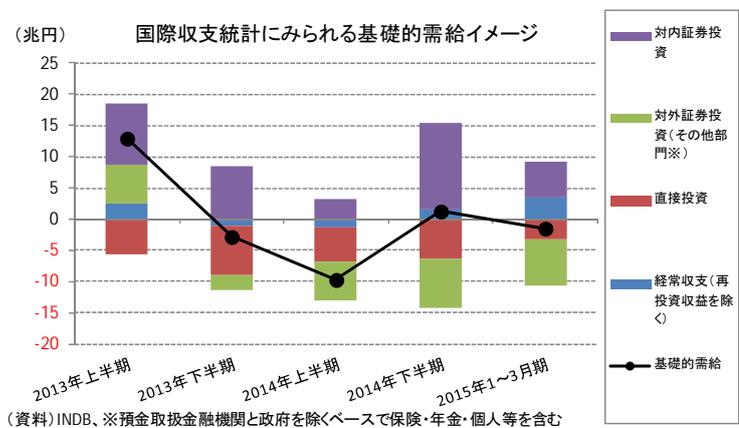
～それでも基礎的需給は円売り示唆～

3月の結果をもって判明した2014年度の経常収支は+6兆3385 億円と4年ぶりに前年度対比で改善している。繰り返し述べているように、こうした経常収支の改善傾向は円安見通しにとってのり

スクである。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、図)を見ると、1～3 月期は▲1 兆 4700 億円と 2 四半期ぶりに円売り超過となっている。昨年 10～12 月期はハロウィン緩和を受けた日本株買いを主因として 4 四半期ぶりの円買い超過になったことを本欄²では議論したが、その際は以下のように述べた：

- 「(※10～12 月期の対外証券投資の減速は一時的なものであり) 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」

右図に示されるように、1～3 月期を振り返ってみれば経常収支(再投資収益を除く)の改善は著しいものの、昨年下半期にハロウィン緩和を受けて押し上げられた対内証券投資(≡対内日本株投資)はやはり減速しており、その一方で対外証券投資は引き続き旺盛なフローが見られている。少なくとも、今年度に関しては米国の金融政策正常化を大前提とする本邦から海外への対外証券投資が円売りを牽引し、経常収支の改善や対内証券投資の買い越しを背景とする円買いを凌ぐ、というのが筆者の円相場見通しの骨子である³。



5 月 1 日発行の『中期為替相場見通し』でも述べたように、最近の貿易収支や経常収支の改善は、現段階では「売り圧力の後退」程度の話であって、「買い圧力の増大」と言えるほどの状況には至っていないと考えられる。但し、来年度を臨むにあたっては対外証券投資を支えるだろう日米金融政策格差という大前提に疑義が生じ始めそうであり、一段と複雑な読みが要求される局面になってきそうである。

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

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。

² 本欄 2015 年 2 月 9 日号『本邦 2014 年国際収支状況を受けて～円買い復活?～』をご参照下さい。そのほかロイター外国為替フォーラム『需給の変化が示す「円高」シグナルは本物か?』でも同趣旨の議論をさせて頂いております。

³ 本日、公表された投資家部門別の 4 月対内対外証券投資では対外証券投資が 4 か月ぶりに売り越しに転じたが、売り越し主体は基礎的需給の計算からは除外している銀行勘定であり、注目される信託勘定や生命保険会社は買い越しである。

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

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 2015年5月12日 | 本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～ |
| 2015年5月11日 | 英国総選挙と今後についての論点整理 |
| 2015年5月8日 | QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～ |
| 2015年5月7日 | 欧州委員会春季経済予測について |
| 2015年5月1日 | 週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～) |
| 2015年4月30日 | 米1～3 月期GDP 及びFOMC について |
| 2015年4月28日 | 投機筋の円ショート縮小をどう読むか？ |
| 2015年4月27日 | 最近のギリシャ情勢に関する整理 |
| 2015年4月24日 | 週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～) |
| 2015年4月23日 | 日銀政策決定会合プレビュー |
| 2015年4月22日 | 本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～ |
| 2015年4月20日 | 重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」 |
| 2015年4月17日 | 週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～) |
| 2015年4月16日 | ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～ |
| 2015年4月15日 | 通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～ |
| 2015年4月14日 | ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～ |
| 2015年4月13日 | 米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～ |
| 2015年4月10日 | 週末版 |
| 2015年4月7日 | 量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて |
| 2015年4月6日 | 米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～ |
| 2015年4月3日 | 週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～) |
| 2015年4月2日 | 日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～ |
| 2015年4月1日 | 外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点) |
| 2015年3月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分) |
| 2015年3月27日 | 週末版 |
| 2015年3月26日 | 本邦対内・対外証券投資の動向について |
| 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～年央利上げに言質を与えず～ |
| 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…～ |