

みずほマーケット・トピック(2015年6月9日)

基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～

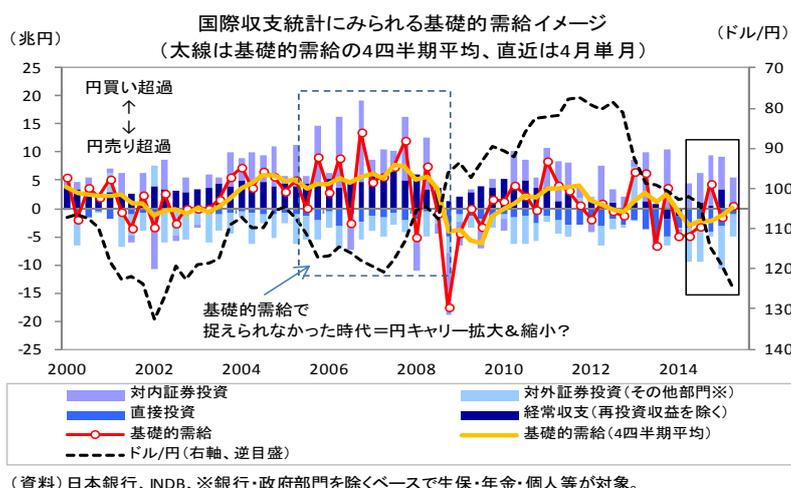
本邦4月国際収支統計を踏まえ、本欄で予想の指針として使用している基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)の状況を確認する。結論から言えば、年初来の基礎的需給の変化と比べて円安・ドル高の動きは行き過ぎという印象が拭えず、経験則に従えば円安に歯止めがかかる地合い。今年1～4月合計の基礎的需給は▲9044億円と若干の円売り超過であり、どちらかと言えば円安を示唆している状況だが、ここに来て「需給は明確に円売り」と断言しかねる状況が見られ始めているのは確か。今後の基礎的需給の方向感を探るにあたっては、「経常収支の改善」と「対外証券投資の加速」のどちらの影響を強く見積もるべきかという点が重要になる。年内は「対外証券投資の増勢」が「経常収支の改善」を陵駕することで円売り傾斜が保たれると予想するが、利上げ着手後の正常化ペースが鈍ることでこの構図が変わってくる可能性も念頭に入れたい。

～「強いドルは問題」に半信半疑～

昨日の為替市場ではフランス当局者の発言として、主要7か国首脳会議(G7)の場でオバマ米大統領が「強いドルは問題」と発言したことが報じられ、ドル/円相場が急落する動きが見られた。直後、米ホワイトハウスやオバマ大統領本人が発言を否定したこともあって一方的なドル売りも収まっているが、報道直前に125.50円付近にあったドル/円は結局1円近く下落した124.50円付近での推移を余儀なくされている。依然、米通貨政策として正式にドル高を問題視する局面には入っていないという整理だが、実際の値動きを見る限り、市場の思惑は半信半疑というのが実態と思われる。

～基礎的需給は円安歯止めを示唆～

なお、昨日は本邦4月国際収支統計が公表されている。いつも通り、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)の状況を確認しておきたい。4月经常収支は+1兆3264億円の黒字となり、市場予想の中心(+1兆6874億円)をやや下振れたものの10か月連続の黒字と



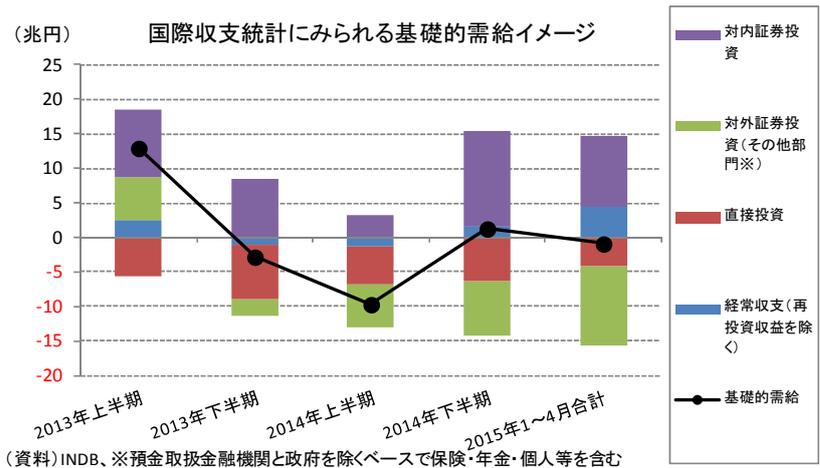
¹ 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したもののから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数であり、要するに為替に影響を持ちそうな項目だけ積み上げ、需給のイメージを表現している。円安バブルと呼ばれ、円キャリー取引を筆頭とする投機的取引が隆盛を極めていた2005～07年を除けば基礎的需給の方向感は概ね、ドル/円相場の方向感と合致してきた。

なった。依然として貿易収支の赤字(▲1462 億円)をひきずりながらも、莫大な第一次所得収支黒字(+2兆1971 億円)が経常収支全体を支えるという構図であり、「成熟した債権国」の様相が強まっている。本欄ではドル/円相場の方向感を見極める上で基礎的需給の趨勢(4 四半期平均)を道標としているが、この点に関して言えば、足許の円安は相当危ういと言わざるを得ない。前頁図(実線四角で囲った部分)にも示されるように年初来の基礎的需給の変化と比べて円安・ドル高の動きは行き過ぎという印象が拭えず、経験則に従えば円安に歯止めがかかる地合いに入ってきている。

～「需給は明確に円売り」と断言しかねる状況～

2013 年以降の基礎的需給をクローズアップしたのが図である。

2014 年上半期を円売りのピークとして需給状況が顕著に変化している状況が読み取れる。基礎的需給に関し、現在までに判明している今年 1～4 月合計と 2014 年下期(7～12 月)合計を比較した場合、円買いサイドでは対内証券投資が細った代わりに経常収支黒字が拡大することで穴埋めがなされている一方、円売りサイドでは直接投資(対内・対外ネットしたもの)が細った代わりに対外証券投資が加速することで穴埋めがなされている。この結果、今年 1～4 月合計の基礎的需給は▲9044 億円と若干の円売り超過であり、どちらかと言えば円安を示唆している状況だが、ここにきて「需給は明確に円売り」と断言しかねる状況が見られ始めているのは確かである。

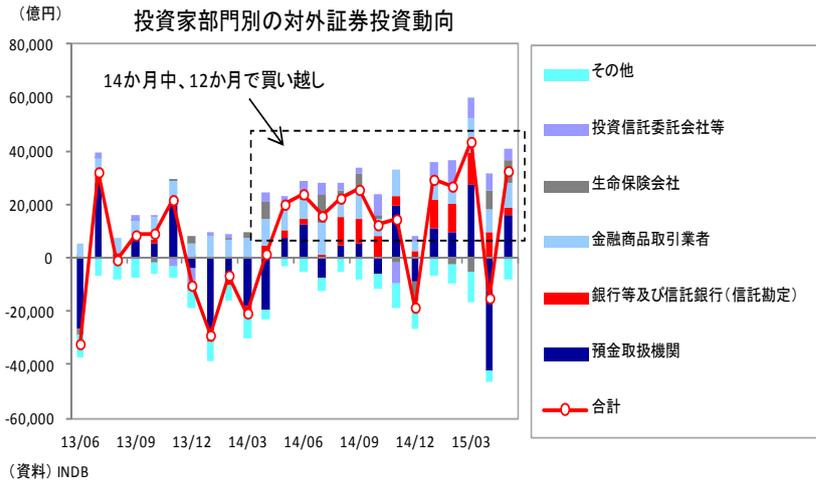


～「経常収支の改善」 vs. 「対外証券投資の加速」～

現状を踏まえると、今後の基礎的需給の方向感を探るにあたっては、「経常収支の改善」と「対外証券投資の加速」のどちらの影響を強く見積もるべきかという点が重要になる。前者に関して言えば、原油価格下落とそれに伴う輸入金額縮小を背景とした貿易収支の改善は今年 1～3 月期がピークだった疑いが強い。3 月中旬以降、原油価格の反転と円安・ドル高の加速が同時進行していることを踏まえると経常黒字の拡大について過去半年のようなペースを期待するのは難しい。そもそも本欄 2015 年 5 月 26 日号『ドル/円上昇をもたらした 2 つの要因～従前の想定は変わらず～』でも試算²を示したように、元より原油価格下落だけで通年の貿易収支が黒字転化する可能性は低い。既にその原油価格が反転し、為替効果から価格が膨らむ流れになっている以上、収支の改善は過度に期待すべき状況ではない。

² 同欄では「2014 年平均が 1 バレル 96 ドル、2015 年 1～4 月平均が 1 バレル 53 ドルであり、約▲44%の下落である。仮に、年内の原油価格が「53 ドル」から横這いとした場合、「44%×0.73×28 兆円≒9 兆円」、貿易赤字が縮小することになる。しかし、2014 年通年の貿易収支は▲12.8 兆円の赤字であり、原油価格の下落だけで黒字転化を想定するのは無理筋」と述べた。

一方、対外証券投資は、昨年4月から今年5月までの14か月間に関し、昨年12月と今年4月の2か月を除く12か月間で買い越しが見られており、しかもそのペースは月平均2兆円超とかなり早い。図を一瞥しても分かるように、この流れをけん引するのが年金資金の動きを記帳する銀行等及び信託銀行(信託勘定)であり、現状では14か月連続の買い越



しである。こうした動きの背景として公的年金改革のような政策要因があることは間違いないが、大前提として日米金融政策格差があるからこそその動きでもある。FRB に関し年内利上げをメインシナリオに据える以上、対外証券投資が基礎的需給を円売り方向にけん引するシナリオを予想するのがやはり最も論理的だろう。裏を返せば、利上げペースが鈍い(極端な話、ワンショットで終了など)といった展開に至った場合は、それとは逆の展開を想定することになる。

以上をまとめると、今年下期以降の基礎的需給の見どころは「対外証券投資の増勢が経常収支の改善を陵駕することができるか」という点であり、これがドル/円相場の方向感を見極める上での鍵となってくる。少なくともそうした構図が確認されてこない限り、足許で生じている基礎的需給とドル/円相場の捻じれは解消されず、本欄では年明けと想定している円高反転のタイミングがより早いタイミングで到来する恐れも出てくる(本欄では12月利上げを基本線とし、その後年明けの利上げペースはドル高や景気への懸念から非常に鈍いものになると考えている)。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
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
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、PSPP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月利上げの芽は潰れたか～
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	なぜ為替と株値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