

みずほマーケット・トピック(2015 年 8 月 11 日)

2015 年上半期における円相場の基礎的需給環境

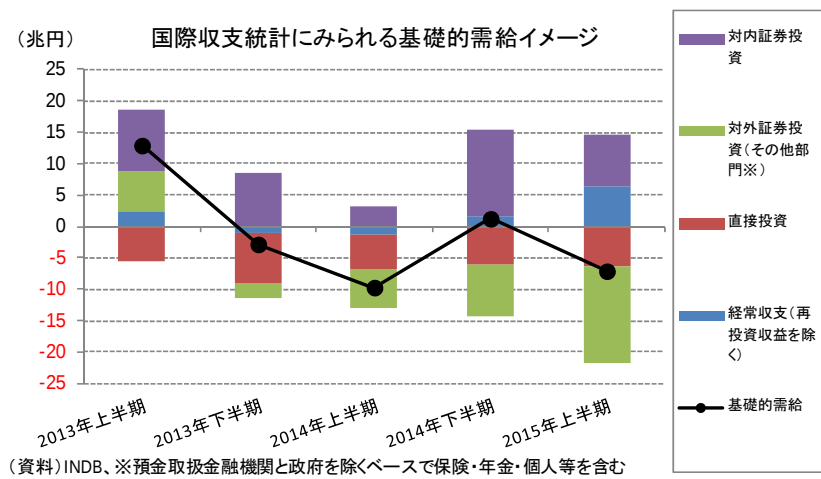
本邦 6 月国際収支統計を受けて、本欄で予測の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)の上半期分が出揃った。2015 年上半期の基礎的需給に関する特徴としては①経常黒字の急拡大と②対外証券投資の加速の 2 点が指摘できる。①に関し、上半期の経常黒字は 2010 年以來の高水準を記録。第一次所得収支や旅行収支の改善が特筆されるほか、やはり原油価格急落を背景とする輸入急減も大きく寄与した。今後の外需環境を踏まえれば、本邦からの輸出に大きな期待を抱くのは難しそうであり、改善ペースは結局、原油動向に委ねられたという印象。片や、②に関しては「14 年上半期: ▲6 兆円→14 年下半期▲8 兆円→15 年上半期▲15 兆円」と順当に買い越し額が拡大しており(買い越し=流出なので符号はマイナス)、経常収支の改善で高まった円買い圧力を相殺して余りある。少なくとも利上げ機運が保たれるだろう年内に関しては、②が①を陵駕するような状況下、円売り優勢の地合いを想定したい。

～「カードを貯める」発想が根強そうな FRB～

昨日の為替相場はドル相場が反落する展開。9 月利上げを見込む向きが支配的になる一方、昨日は懸案の資源価格や中国株が値を戻し、逃避的なドル買い需要が後退した模様である。ドル/円相場に関しては、今週休暇に入る市場参加者が多いこともあり、動意に乏しい状況が続いている。なお、昨日はフィッシャーFRB 副議長が足許の低いインフレ率に関し「大部分は一時的なもの」との評価を与えたことも報じられたが、原油を筆頭として資源価格に本格的な底入れの兆しが見えない状況下、なぜそこまでリスクを負って利上げしなければならないのかは今一つ腑に落ちない。やはり将来的な後退局面に備え「カードを貯める」という思いが強いのだろう。

～2015 年上半期時点での基礎的需給環境～

ところで昨日は本邦 6 月国際収支統計が公表されている。これにより本欄や『中期為替相場見通し』で予測の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)に関し、上半期分が出揃ったことになる。5 月分まで明らかになった段階で、前月の本欄では「年初来 1～5 月合計で見ると、経常収支の急改善を背景とする円買い圧力と対外証



券投資の加速を背景とする円売り圧力が拮抗している」とし、「経常収支の改善は1～3月期がピークだが、対外証券投資の加速は米利上げに応じて継続」との想定の下、年内円安シナリオが継続するとの見通しを示した。その上で、9月ないし12月の利上げ着手の後、米経済がドル高に耐えかね、FRBの正常化路線が頓挫し、2016年には円安・ドル高シナリオが修正を迫られるというのが筆者の基本的スタンスである。

前頁図に示されるように、2015年上半期の基礎的需給に関する特徴としては①経常黒字の急拡大と②対外証券投資の加速の2点が指摘できる。まず、原油安を背景とする輸入金額の激減によって経常黒字が急拡大し、この点で著しく円買い圧力が増す格好となった。上半期の経常黒字は計8兆1837億円となり、上半期としては2010年以来の高水準を記録している。つまり震災前の水準が復元されたことになるが、これは貿易収支の改善もさることながら、円安の追い風を受けて第一次所得収支黒字や旅行収支黒字が膨らんだことが特筆される。

経常収支の内訳に関し、各年上半期の数字を比較したものが下表となるが、経常黒字の復元は「円安→輸出増→貿易黒字増(赤字減)」という当初企図した動きに起因したものというよりも、円安によって第一次所得収支の評価益が膨らんだことや、半期ベースで初めて旅行収支が黒字化したことにも起因していそうである。もちろん、貿易赤字の大幅減少も経常黒字の押し上げに効いており、これには輸出の増加傾向も寄与しているが、去年同期と比較した場合の変化額は輸出の+2兆974億円増加に対し、輸入は▲3兆6820億円の減少である。この結果として貿易赤字が▲6兆円弱も減少したのである。半期ベースで輸出が2兆円強増加することはさほど珍しいことではないが、輸入が約4兆円弱も減少することは稀有であり、少なくとも現行統計においてはリーマンショック後の需要急減を受けた2009年上半期以来の大きな減少幅である。原油価格が再下落し始めていることから、輸入減少経由で経常黒字の改善が続く芽はあるが、中国や新興・資源国の軟調に加え、元より需要の弱い欧州や利上げ局面を迎える米国などの状況を踏まえると、今後、本邦輸出につ

各年上半期における経常収支とその主要項目の推移(単位:億円)

	経常収支	貿易収支	輸出	輸入	サービス収支	旅行収支	第一次所得収支
1996年	38,722	42,686	207,003	164,316	-31,472	-16,830	32,727
1997年	50,412	51,591	237,794	186,203	-32,506	-17,078	37,589
1998年	74,072	76,096	241,596	165,501	-31,372	-15,314	35,173
1999年	63,760	69,431	219,318	149,887	-29,587	-15,359	32,660
2000年	74,933	66,056	238,234	172,179	-25,065	-14,494	39,421
2001年	53,418	43,635	235,412	191,775	-28,967	-14,890	43,620
2002年	74,992	59,768	237,944	178,178	-25,858	-13,066	42,047
2003年	74,029	54,337	247,973	193,636	-18,403	-10,052	42,698
2004年	101,411	73,870	279,472	205,603	-20,166	-13,088	51,858
2005年	90,868	59,126	295,510	236,383	-19,696	-13,273	57,453
2006年	96,709	48,501	343,779	295,276	-16,393	-10,229	72,071
2007年	126,993	67,488	385,455	317,967	-20,035	-9,899	87,313
2008年	97,742	46,221	402,167	355,948	-19,835	-8,601	78,745
2009年	54,940	12,608	225,629	213,020	-16,194	-6,533	65,933
2010年	98,137	48,355	316,365	268,011	-13,562	-6,063	69,454
震災 2011年	61,274	1,669	308,480	306,812	-11,103	-6,323	77,452
2012年	32,397	-17,291	317,783	335,073	-15,264	-4,987	71,815
2013年	37,466	-34,270	330,902	365,172	-14,362	-3,261	91,212
2014年	-4,977	-62,014	357,273	419,286	-14,923	-657	83,349
2015年	81,837	-4,221	378,247	382,466	-8,723	5,274	105,114

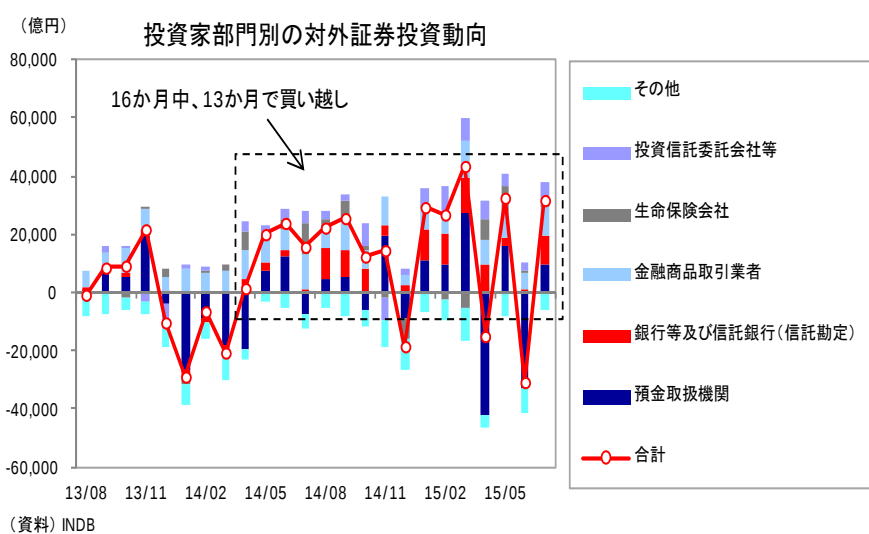
(資料)財務省

いて過度な期待を寄せることは危ういだろう。結局、今後の経常黒字の積み上げペースは原油価格動向に委ねられることになりそうである。

～対外証券投資、勢い衰えず～

片や、円相場の基礎的需給を議論する上では対外証券投資が勢いついていることも見逃せない。具体的には「14 年上半期: ▲6 兆円→14 年下半期 ▲8 兆円→15 年上半期 ▲15 兆円」と順当に買い越し額が拡大しており(買い越し=流出なので符号はマイナス)、経常収支の改善で高まった円買い圧力を相殺して余りある(1 頁図を参照)。紆余曲折はありながらも FRB が正常化プロセスを進めていることは事実であり、内外金利差拡大を当て込んだ対外証券投資が加速するのは自然である。少なくとも利上げ機運が保たれるだろう年内はこうしたフローが継続すると考えたい。

なお、本欄 2015 年 7 月 15 日号『GPIF 運用状況(15 年 3 月末)から試算する円売り余力』でも述べたように、対外証券投資の牽引役として注目される年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の投資余地はもはやさほど残されていない印象も受ける。だが、これに追随する意図を持つ本邦機関投資家は未だ少なくないと思われ、FRB が正常



化の途上にある限り、相応の対外証券投資は期待できると考えたい。昨日発表された 7 月の対外証券投資によれば、年金資金の動きを捕捉すると考えられる信託勘定は統計開始以来で最長となる 16 か月連続で買い越しとなっており、同項目における投資意欲の強さはまだ消えていないことが分かる(図)。また、全体で見ても対外証券投資は 3 兆円を超える大きな買い越しとなっており、これらを陵駕するほどの経常収支の大幅改善が見られてこない限り、本欄で注目する基礎的需給が大きく円買い傾斜(円売り<円買い)となる展開は想像し難い。

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8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
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～
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	クレー発言の真意と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、量的緩和と政策(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