

みずほマーケット・トピック(2015 年 9 月 8 日)

本邦 7 月国際収支統計と円相場の需給について

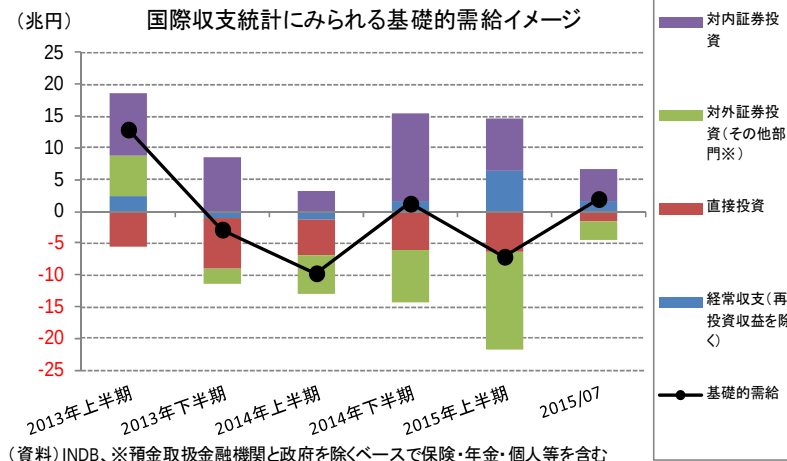
本邦 7 月国際収支統計を踏まえ、本欄でドル/円相場の予測の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)をチェック。年初来 1～7 月合計で見れば▲5 兆 687 億円の円売り超過というイメージになるものの、7 月単体では 2 兆 118 億円の円買い超過となっている。こうした構図が続けば、下半期にかけて基礎的需給は円買い超過方向に変化するリスクもある。但し、併せて公表されている 8 月の『対外及び対内証券売買契約等の状況』を見る限り、8 月は日本株を中心とした対内証券投資の売り越しが見られる一方で対外証券投資は加速が見られており、再び大きな円売り超過が大きくなっていく可能性も。特に、年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大の買い越しとなっており、こうした政策的後押しを反映したフローが出続ける限りにおいては、基礎的需給が大きく円買いへ傾斜する展開はやはり想像し難い。

～7 月国際収支を受けた基礎的需給環境～

今朝方は本邦 7 月国際収支統計が公表されている。引き続き貿易・サービス収支の赤字(▲2917 億円)を第一次所得収支の大幅黒字(2 兆 2312 億円)がカバーして余りある構図となり、経常収支は 1 兆 8086 億円と市場予想の中心(1 兆 7325 億円)を僅かに上回った。なお、外国人旅行客の増加に伴い注目されている旅行収支は 1295 億円と過去 2 番目に大きな黒字(1 番目は今年 4 月の 1334 億円)となっており、5 月以降の上海総合指数急落などを受けた「爆買い」の衰えは今のところ見当たらない。もっとも 8 月に入ってから市場混乱や今後の中国経済減速を踏まえれば、果たして旅行収支が堅調な伸びを継続できるのかどうかはこれからが勝負といったところになるだろう。

この結果を踏まえ、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)を見れば、年初来 1～7 月合計で▲5 兆 687 億円の円売り超過というイメージになるものの、7 月単体では 2 兆 118 億円の円買い超過となる。図示されるように 7 月が円買い超過となった背景としては引き続き対外証券投資の買い越しが続いたものの、それ以上に経常収支(基礎的需給

国際収支統計にみられる基礎的需給イメージ



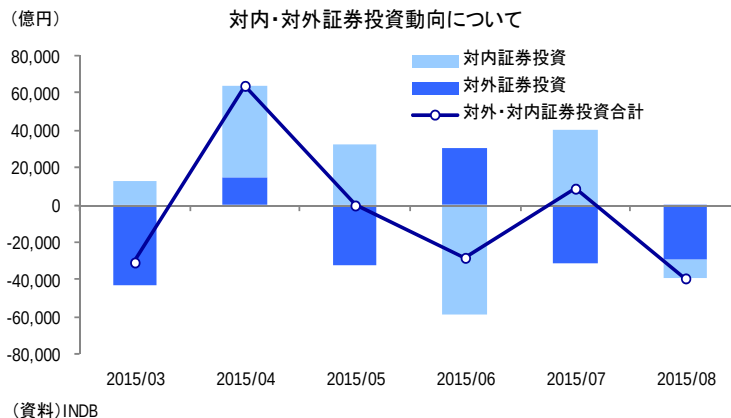
の計算上は再投資収益を除くベース)の黒字や対内証券投資の買い越しが出たことが挙げられる。こうした構図が続けば、下半期にかけて基礎的需給は円買い超過方向に変化し、『中期為替相場見通し』で示した「円高への反転が 2016 年 1～3 月期から 2015 年 10～12 月期へ前倒し」といった

リスクシナリオが現実化する芽も出てくる。

～とはいえ、8月は再び円売り超過～

だが、本日、併せて財務省から公表

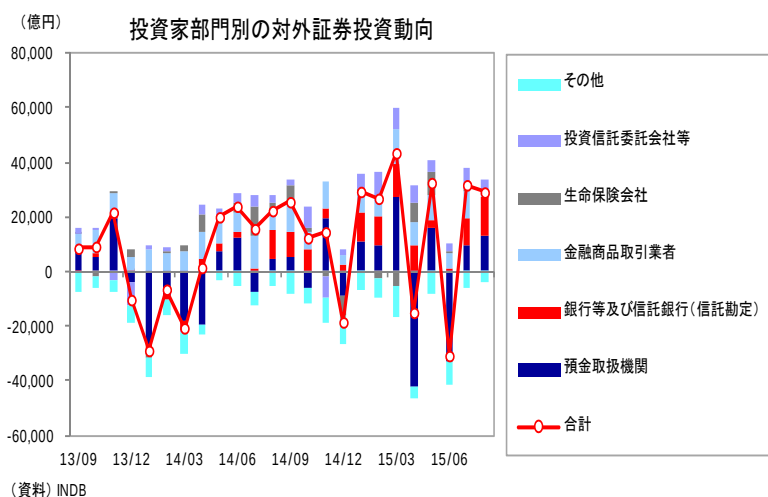
されている『対外及び対内証券売買契約等の状況』の8月分を見れば、対内証券投資は日本株を中心として▲1兆166億円と大幅売り越しとなる一方、対外証券投資は2兆9044億円の買い越しとなっており、ネットで見れば▲3兆9211億円と大幅な資本流出を記録している(図)。最終的には8月の経常収支の仕上がり次第ではあるものの、この動きがそのまま反映されてくる8月の基礎的需給は再び大幅な円売り超過へ陥る公算が大きい。結論として、年初来を通じて見れば、今のところ、「FRBの金融正常化に賭ける格好で対外証券投資の買い越しは継続」という円安シナリオの根幹を成す部分が崩れたとは言えず、『中期為替相場見通し』で示している「年内は円安継続するも、来年には円高反転」というメインシナリオは続行と考えたい。やはり鍵を握るのは対外証券投資、ひいてはこれのドライバーとなるFRBの政策運営であり、9月17日の会合を経て、メインシナリオを継続すべきなのか、それとも上述したようなリスクシナリオをメインシナリオへ格上げすべきなのか再検討したいところである。



るものの、この動きがそのまま反映されてくる8月の基礎的需給は再び大幅な円売り超過へ陥る公算が大きい。結論として、年初来を通じて見れば、今のところ、「FRBの金融正常化に賭ける格好で対外証券投資の買い越しは継続」という円安シナリオの根幹を成す部分が崩れたとは言えず、『中期為替相場見通し』で示している「年内は円安継続するも、来年には円高反転」というメインシナリオは続行と考えたい。やはり鍵を握るのは対外証券投資、ひいてはこれのドライバーとなるFRBの政策運営であり、9月17日の会合を経て、メインシナリオを継続すべきなのか、それとも上述したようなリスクシナリオをメインシナリオへ格上げすべきなのか再検討したいところである。

～8月の信託勘定は統計開始以来で最大の買い越し～

なお、8月の対外証券投資を投資家部門別に見れば、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か月連続の買い越しとなっており、同項目における投資意欲は依然根強いものを感じる(図)。足許では公的年金の代表格である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のリスク資産投資に関し、「もはや買い余地なし¹」との評価が散見され始めているが、8月の信託勘定による買い越し額は



1兆4049億円と現行統計開始以来で最大の規模に達している。GPIFの動きが止まったとしても、これに追随する意図を持つ本邦機関投資家は少なくないという声は多い。FRBの正常化プロセスも

¹ ちなみに最新の2015年6月末時点の運用状況を元に試算すれば、仮にターゲットシェアちょうどにポートフォリオを調整するとした場合、GPIFの円売り余地は約6.3兆円と試算される。

さることながら、こうした政策的後押しを反映したフローが出続ける限りにおいては、基礎的需給が大きく円買いへ傾斜する展開はやはり想像し難い。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCIに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
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
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直しについて
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)