

みずほマーケット・トピック(2015年10月8日)

## 本邦8月国際収支統計と円相場の需給について

今朝は本邦8月国際収支統計が公表された。この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を試算すると、年初来1~8月合計で▲8兆8913億円の円売り超過というイメージ。このままのペースが続いた場合、年間で見れば約▲16兆円規模の円売り超過に達する可能性もある。これは筆者試算の基礎的需給としては2008年以來の円売り超過で、近年ではかなり大きな規模。本欄では一貫して、「2015年は対外証券投資が円売り需給をけん引する」との見通しを貫いてきたが、ここまで円相場に起きていること、そして今後起こりそうなことはその見通しに沿ったものと言える。年初来、ドル/円相場は幾度もリスクオフモードに見舞われながらも底堅く推移してきたが、やはりその根底には、後述する堅調な対外証券投資に支えられた需給環境があったと考えられる。

### ～10月30日は現状維持濃厚～

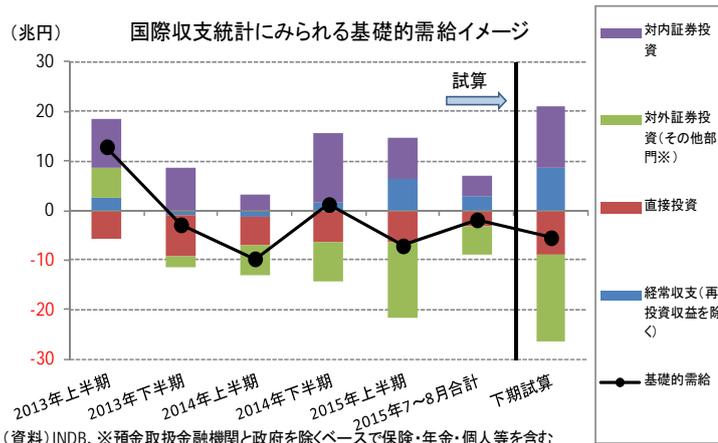
昨日の為替市場は円買いが進む展開。日銀金融政策決定会合は大方の予想通り現状維持を決定したが、一部追加緩和を期待する向きもあったことから円買いが進んでいる。黒田日銀総裁は記者会見で、企業の価格設定行動や日次・週次価格指数が強含んでいる点を昨年との違いとして言及しており、その上で「次の一手」として注目される付利引き下げも「検討しておらず、考えが近い将来に変わる可能性もない」と言い切っている。さらに経済・物価情勢に関しては実質GDP成長率とコアCPI(消費者物価指数)だけを見て政策判断を下す意図がないことも述べており、マイナス転化が予想される7~9月期GDPや奮わないコアCPIへの牽制も見られている。真っ当に考えれば、こうしたスタンスが今後3週間で変わる方が不可思議であり、10月30日は現状維持だろう。

### ～8月国際収支を受けた基礎的需給環境～

ところで今朝は本邦8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(▲2683億円)を第一次所得収支の大幅黒字(2兆518億円)がカバーして余りある構図となり、経常収支は1兆6531億円と市場予想の中心(1兆2260億円)を上回った。なお、外国人旅行者の増加に伴い注目されている旅行収支は782億円と過去2番目の大きな黒字を記録した前月からは失速したものの、黒字基調が続いている。8月に入ってからの市場混乱や今後の中国経済減速を踏まえれば、今回見られた旅行収支の減速が一時的なものに止まらない恐れもあるが、円相場が歴史的な安値水準に据え置かれていることには変わりなく、日本の主要輸出品としての旅行サービスは引き続き貴重な黒字項目で在り続けるだろう。

この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、次頁図)を見れば、年初来1~8月合計で▲8兆8913億円の円売り超過というイメージになる。下期(7~12月期)ベースという意味ではまだ7~8月分しか出ていないが、仮にこの2か月分のペー

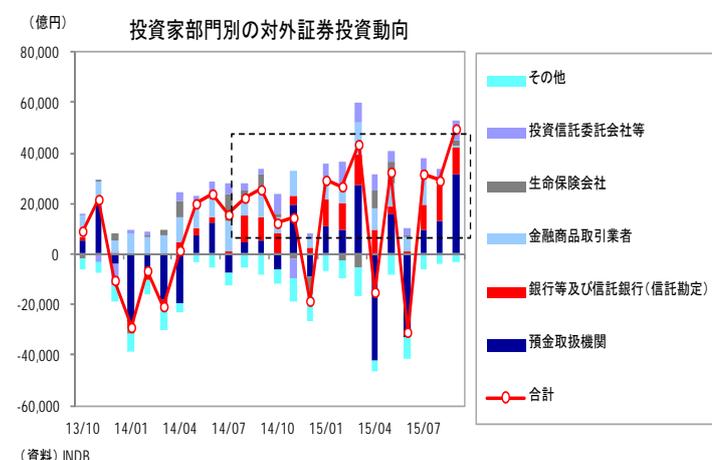
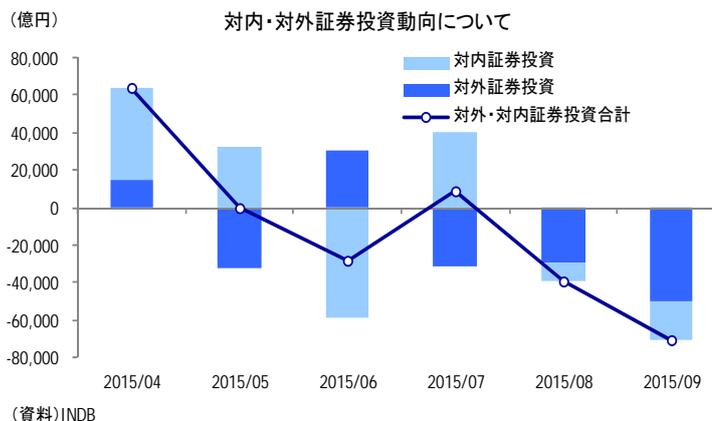
スが続いた場合、下期の基礎的需給は▲8兆4000億円程度の円売り超過に着地する見込みとなり、年間で見れば約▲16兆円規模に達する。これは筆者が試算する基礎的需給としては2008年以来の円売り超過であり、近年ではかなり大きな規模となる。本欄や『中期為替相場見通し』では一貫して、「2015年は対外証券投資が円売り需給をけん引する」との見通しを貫いてきたが、ここまで円相場に起きてきていること、そして今後起こりそうなことはその見通しに沿ったものである。年初来、ドル/円相場は幾度もリスクオフモードに見舞われながらも底堅く推移してきたが、やはりその根底には、後述する堅調な対外証券投資に支えられた需給環境があったと考えるのが自然である。もちろん、下期に入ってから、これまで通り経常収支黒字の着実な積み上げは継続しそうだが、対外証券投資がこれをオフセットする構図が続きそうである。



（資料）INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

### ～9月の信託勘定も大幅買い越し～

また、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9月分では、資本純流出の状況が続いていることが確認された。対内証券投資が日本株を中心として▲2兆967億円と大幅売り越しとなった上、対外証券投資は4兆9560億円の買い越しとなったことで、ネットで見れば▲7兆528億円の大幅な資本流出を記録している（図）。最終的には経常収支の仕上がり次第だが、この動きがそのまま反映されてくる9月単月の基礎的需給もやはり大幅な円売り超過へ陥るだろう。



なお、9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言われる信託勘定は統計開始以来で最長となる18か月連続の買い越しとなっており、過去1年平均で見ても月平均8000億円超のペースが続いている（図）。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ては「買い余地なし」との評価が大勢

だが、9月の信託勘定による買い越し額は1兆113億円と2か月連続で1兆円を超えた。

結局、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事前の観測が今のところは正しいものになっていると言える。こうした対外証券投資はFRBの正常化模索に伴って継続し、基礎的需給の円売り傾斜をサポートするだろう。だとすると、やはり鍵は「FRBがいつ正常化に関し、白旗を揚げるか」となってくるが、現状を見る限り、FRBは未練がましく利上げへの意欲を示し続けており、想定よりも円安が長引いてしまう可能性もある。

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](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10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
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
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～FOMC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」
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～
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年上半年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(本邦に本邦の最後の会合～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年上半年を終えて～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～)
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、交差する三種の思惑～
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？