

みずほマーケット・トピック(2015年11月10日)

## 本邦9月国際収支統計と円相場の需給について

本邦9月国際収支統計を受けた円相場の基礎的需給バランス(以下基礎的需給)は年初来1~9月合計で▲14兆4836億円の円売り超過。下期(7~12月期)という意味ではちょうど半分の7~9月分が出揃ったことになるが、仮に10~12月期もこのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は▲12兆5000億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▲20兆円規模に。これは筆者が試算する基礎的需給としては現行統計で比較可能な1996年以来で最大の円売り超過。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きていること、そして今後起こりそうなことは引き続きその見通しに沿ったものである。だが、旺盛な対外証券投資は「FRBの正常化プロセスが順当に進んでいること」という大前提に支えられたものであり、2016年に関しては風向きが変わる可能性が高い。

### ～ドル買い衰える気配なし～

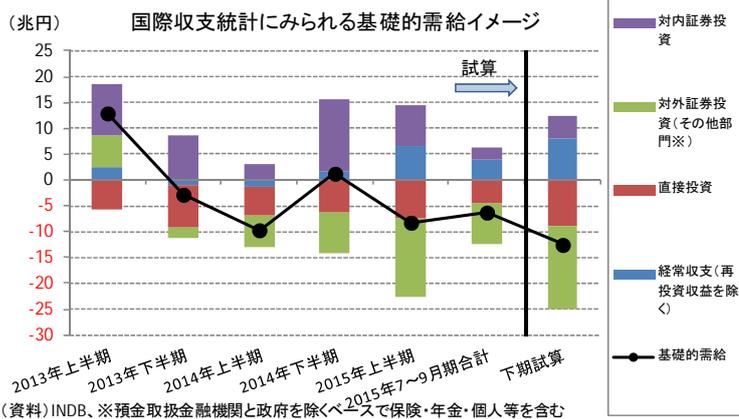
昨日の為替市場はユーロが一段安の展開。ロイターが理事会メンバーの談話として12月3日のECB理事会におけるマイナス預金金利引き下げが既定路線であることを報じ、元より軟調であったユーロ相場がさらに下落しており、対ドルでは1.0720、対円では132.20円をつけている。ECBの想定し得る「次の一手」に関しては先週の本欄<sup>1</sup>での議論を参照して頂きたい。片や、ドル/円相場に関しては、過去1週間の一方的な上昇が小康を得ているものの、123円を割り込むことなく堅調な推移が継続している。ECBによる露骨な通貨安誘導が頭角を現していることも相俟って、当面はFRBの利上げ期待を前提としたドル買いが衰える気配がない。

### ～9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9月国際収支統計が公表されている。貿易・サービス収支は3か月ぶりに黒字(371億円)となった上、第一次所得収支の大幅黒字(1兆6694億円)も継続しており、経常収支は1兆4684億円と引き続き堅調を維持したが、市場予想の中心(2兆1540億円)対比では大きく下回る結果となった。貿易・サービス収支の黒字化はあくまで原油安を背景とする輸入減少にけん引されたものであり、輸出も2年7か月ぶりの減少に陥っているのが実情である。貿易黒字の転化が前向きな経済情勢を表しているとは言えない。なお、目下、新たな成長戦略の柱として注目を浴びつつある外国人旅行者の増加傾向に関しては、旅行収支が12か月連続の黒字を確保するなど、安定的な黒字項目への変質を感じさせる。経常収支における稼ぎ頭というには規模感が小さいものの、「訪日客目標4000万人」案など派手な目標が掲げられる中、日本の主要輸出品としての旅行サービスに対し、今後注目度は増していくことになるだろう。

<sup>1</sup> 本欄2015年11月6日号『ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～』をご参照下さい。

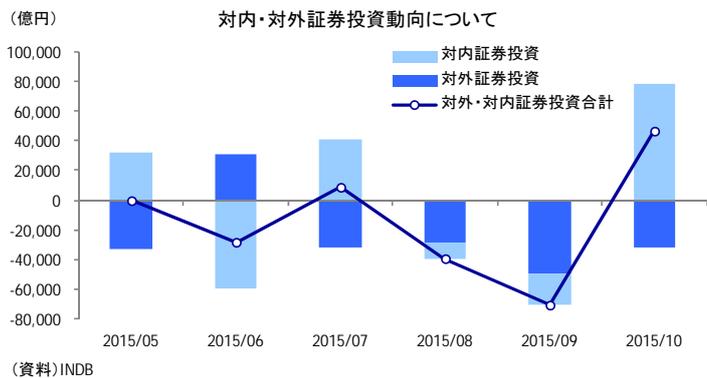
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、次頁図)を見れば、年初来 1~9 月合計で▲14 兆 4836 億円の円売り超過というイメージになる。下期(7~12 月期)という意味ではちょうど半分の 7~9 月分が出揃ったことになるが、仮に 10~12 月期もこのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は▲12 兆 5000 億円程度の円売り超過に着地する見込みとなり、年間で見れば約▲20 兆円規模に達する。これは筆者が試算する基礎的需給としては現行統計で比較可能な 1996 年以来で最大の円売り超過である。本欄や『中期為替相場見通し』では一貫して、「2015 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いること、そして今後起こりそうなことは引き続き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。下期に入ってから、原油安を背景とする輸入減少や第一次所得収支黒字の積み上げを主因として経常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くようである。また、図示されるように、継続的に見られている本邦企業部門からの対外直接投資も安定的な円の売り切りフローとしてドル/円相場を支えそうな印象はある。



但し、これまで繰り返し述べてきているように、旺盛な対外証券投資は「FRB の正常化プロセスが順当に進んでいること」という大前提に支えられている。この点、2016 年に関しては風向きが変わる可能性が高いというのが筆者の考えである。

### ～過去最大となった 10 月の対内証券投資～

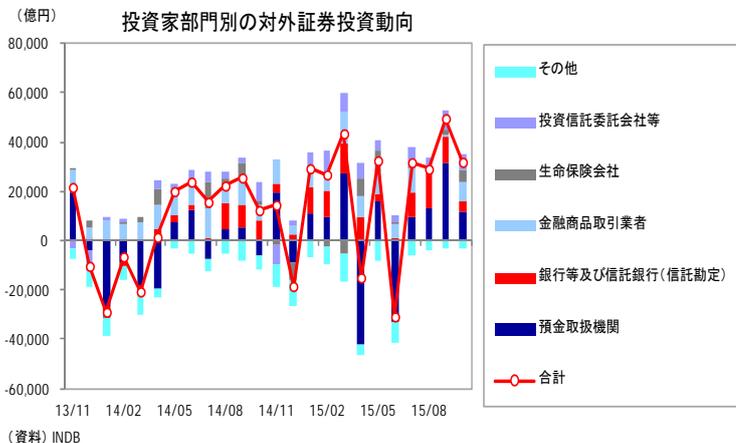
一方、本日、併せて財務省から公表されている『対外及び対内証券売買契約等の状況』の 10 月分では、3 か月ぶりの資本純流入が確認されている。対内証券投資が短期債への流入を中心として+7 兆 8628 億円と現行統計で比較可能な 2005 年以来で最大の買い越しとなったことにけん引されたものである。具体的には、株式・投資ファンド持分が+1 兆 775 億円と 5 か月ぶりの買い越し、中長期債が+2 兆 5815 億円と 2011 年 5 月以来の買い越し、そして短期債が+4 兆 2038 億円と 2014 年 1 月以来の買い越しとなっている。株・債券万遍なく買い越しが入っているのは 10 月 30 日の日銀金融政策決定会合への緩和期待に背中を押されたものと推測される。



対内証券投資の規模感に照らすと小さく見えるが、対外証券投資の勢いも衰えているわけでは

なく、10月も▲3兆1877億円の買い越しと引き続き力強い(※文章の上では資本フローの方向に倣い、対外証券投資の買い越しは▲、売り越しは+で表記するが、統計発表上の符合は逆である)。上述した基礎的需給に関しては、対外証券投資が円売りをけん引する構図は10月も変わらなそうだが、対内証券投資の加速を反映して一時的に円買いへ傾斜する可能性もありそうである。

なお、10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され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8000億円程度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」との評価が大勢になりつつあり、確かに10月の信託勘定による買い越し額は4853億円と1兆円超のペースが続いてきた過去2か月からは減速を感じる。だが、GPIFの動きが止まったとしても、これに追随する本邦機関投資家は少なくないという観測は根強く、これらが基礎的需給の円売り傾斜をサポートする構図は続きそうである。



もちろん、上述したように、こうしたフローもFRBの正常化プロセスがいつまで続き得るかという前提に掛かってくる部分が大きいことは言うまでもなく、ドル高に耐えかねてFRBが利上げの手を止めるようならば、やはり信託勘定における対外証券投資も減速を余儀なくされるのではないかと。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリシティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
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
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	物価測定に照らしたドル/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②～
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」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ドルの現状と展望について～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