

みずほマーケット・トピック(2015年12月8日)

本邦10月国際収支統計と円相場の需給について

本邦10月国際収支統計を受けて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)を定点観測する。10月国際収支を反映した基礎的需給は年初来1~10月合計で約▲9.1兆円の円売り超過というイメージ。下期(7~12月期)という意味では残すところあと2か月だが、仮に11~12月も足許までのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は約▲1.3兆円の円売り超過に着地する見込みとなり、年間で見れば約▲10兆円規模に達する。年間10兆円前後の円売り超過は2013年以降の円安局面ではコンスタントに見られているものであり、今年の需給環境も過去2年から大きな変化はなく、円安を支える主因となったものと推測される。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が継続しているものの、対外証券投資や対外直接投資がこれらを相殺して余りある構図が続いており、ドル/円相場が需給面から簡単に底割れする雰囲気は感じられず。

~ドル高の副作用も意識され方向感が出ず~

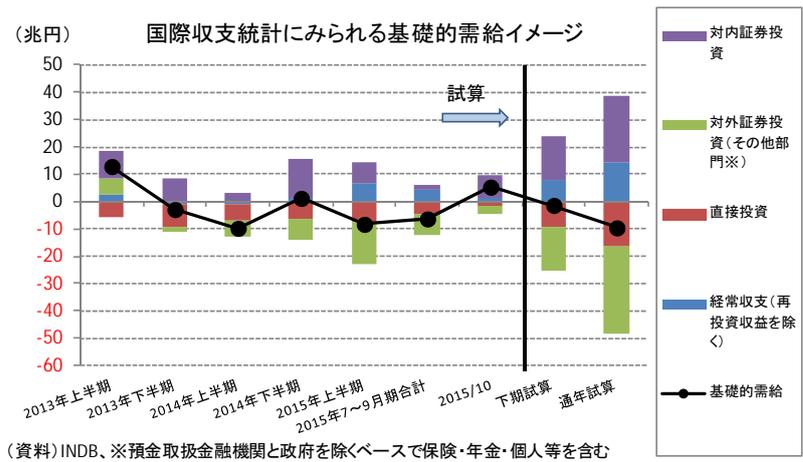
昨日の為替市場も小動きの展開でドル/円相場は123円台前半で方向感に乏しい地合いが続いている。NY原油先物が大幅安になり、NYダウ平均も大幅安となるなど相応の材料は見られたものの、11年ぶりの米利上げを前に極端なドル売りは控えられている。とはいえ、相変わらず2回目以降の利上げに自信を持つ向きも少なく、それゆえにドル買いの加速も見られていない。先週4日の米11月雇用統計は確かに良好な内容であったが、同日に公表された米10月貿易収支において輸出額が2012年10月以来の低水準になるなどドル高の副作用は明らかに見られ始めている。

~10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10月国際収支統計が公表されている。貿易収支が2か月連続での黒字(2002億円)となり、その幅も前月(823億円)から加速が見られているが、サービス収支赤字が大幅拡大(▲452億円→▲3373億円)したことで貿易・サービス収支は2か月ぶりの赤字(▲1371億円)となっている。また、第一次所得収支は1兆7315億円と引き続き巨額であり、経常収支全体では1兆4584億円と前月からほぼ横這いとなった。サービス収支の赤字拡大は「その他業務サービス」(リースや仲介貿易に係る手数料などを含む)によるものであり、一時的な動きの可能性が高い。

一方、金融収支においては、証券投資が▲4兆2074億円となっているが、これは10月の海外から日本への対内証券投資が日銀追加緩和観測を背景として統計開始以来過去最大となったことに由来するものである。具体的に10月の対外証券投資は4兆4467億円の買い越しと引き続き好調を維持したが、対内証券投資の買い越しが8兆6542億円と過去最大を記録し、差し引き4兆2074億円の純流入となっている(※国際収支統計上、対外純資産の増加要因はプラス、対外純負債の増加要因はマイナスの符合で表記される)。

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、図)を見れば、年初来1～10月合計で約▲9.1兆円の円売り超過というイメージになる。下期(7～12月期)という意味では残すところあと2か月という状況だが、仮に11～12月期も足許までのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は約▲1.3兆円の円売り超過に着



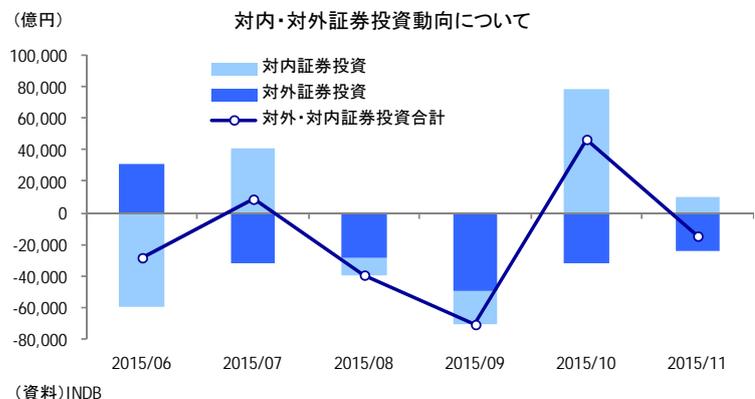
地する見込みとなり、年間で見れば約▲10兆円規模に達する。年間10兆円前後の円売り超過は2013年以降の円安局面ではコンスタントに見られているものであり、今年の需給環境も過去2年から大きな変化はなく、円安を支える主因となったものと推測される。

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と言える。10月こそ過去最大の対内証券投資に押されて存在感を薄めたが、依然として対外証券投資は過去最高ペースで積み上がっており、これが円安・ドル高を支えていそうである。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が継続しているものの、対外証券投資や対外直接投資がこれらを相殺して余りある構図が続いており、ドル/円相場が需給面から簡単に底割れする雰囲気は感じられない。

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11月の対内証券投資～

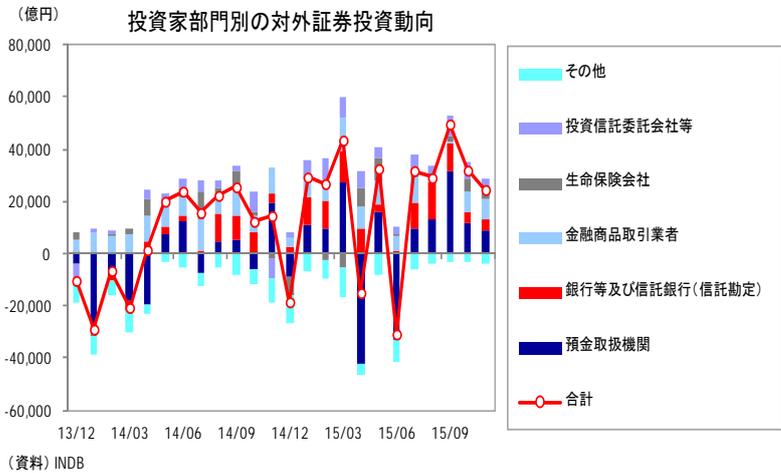
一方、本日、併せて財務省から公表されている『対外及び対内証券売買契約等の状況』の11月分では、2か月ぶりの資本純流出が確認されている。10月に見られた対内証券投資への大幅流入はやはり日銀への金融緩和期待に背中を押された一過性のものと見られ、買い越しこそ維持されているものの、その規模は約+1.0兆円と前月の約+7.8兆円から急減している(※文章の上では資本フローの方向に倣い、対外証券投資の買い越しは▲、売り越しは+で表記する。前述の通り、統計発表上の符合は逆である)。一方、



2015年12月8日

ぶれの大きい対内証券投資と異なり、対外証券投資は引き続き堅調な買い越しが見られており、▲2.4兆円と前月の▲3.2兆円から減速しているものの規模は安定している(年初来11か月平均の買い越し額は月▲2.3兆円)。上述した基礎的需給に関しては、10月こそ一時的に対内証券投資の加速に押されたものの、11月は再び対外証券投資が円売りをけん引する構図に戻りそうである。

なお、11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20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6755億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、実際に信託勘定の買い越し額も最近3か月では細っているように見受けられる。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、繰り返し論じている通り、こうしたフローの継続性はFRBの正常化プロセスの継続性に依存している部分が小さくないと思われ、ドル高の自重に耐えかねてFRBが利上げの手を止めるようならば、信託勘定における対外証券投資が売り越しに転じるタイミングも2016年には有り得る。

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12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演と限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
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
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～預金ファンシリ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itbartFRB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～株価か実質賃金か～
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～分があるのほどちらの主張か～
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	ユーロキャリート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？