

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 13 日)

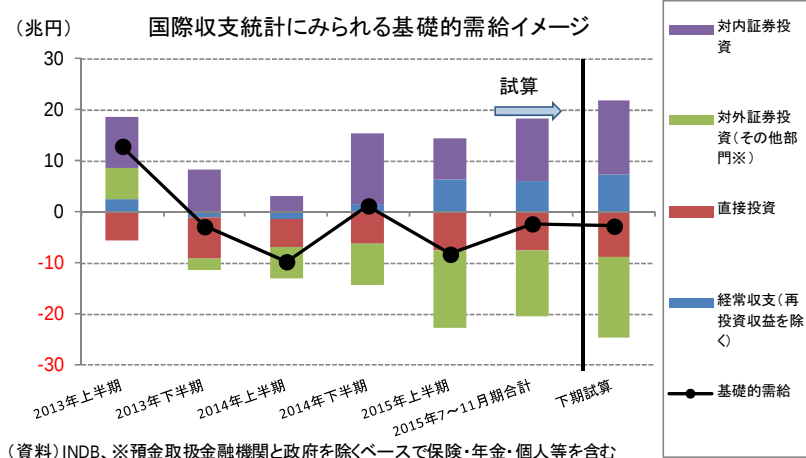
本邦 11 月国際収支統計と円相場の需給について

本邦 11 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。基礎的需給は年初来 1～11 月合計で約▲10.5 兆円の円売り超過というイメージ。このペースが続いた場合、2015 年通年の基礎的需給は約▲11 兆円規模に達する見通し。こうした需給環境が過去最長となる 4 年連続の円安を支える主因となったものと推測される。しかし、2016 年はあらゆる金融資産にとって自明の前提とされてきた「FRB の正常化プロセスが順当に進んでいること」という事実が変調を来す公算が大きい。12 月の対内・対外証券投資を見る限り、既に本邦から海外への対外証券投資は減速が始まっているようにも見受けられる。今のところ、FRB が正常化プロセスを諦めていない中で本邦機関投資家の対外証券投資(≡円売り)は今後も出るという見通しがコンセンサスだが、連続的な米利上げの難易度が高いと周知されてくれば、恐らくこの評価も変わってくるだろう。筆者はその展開を警戒している。

～11 月国際収支を受けた基礎的需給環境～

昨日は本邦 11 月国際収支統計が公表されている。貿易収支が 3 か月ぶりの赤字(▲2715 億円)となったものの、サービス収支赤字が 3 か月ぶりに黒字転化(▲3373 億円→+615 億円)となった上で第一次所得収支が+1 兆 5423 億円と引き続き巨額の黒字を記録しており、経常収支全体では+1 兆 1435 億円と 1 兆円の大台を 5 か月連続で維持した。一方、金融収支においては、証券投資が+1 兆 8104 億円となっている。これは 11 月の日本から海外への対外証券投資が加速した結果であり、具体的には対外証券投資が+3 兆 3168 億円の買い越しとなった一方、対内証券投資の買い越しは+1 兆 5063 億円に止まった。これにより差し引き+1 兆 8104 億円の純流出となっている¹。

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 1～11 月合計で約▲10.5 兆円の円売り超過というイメージになる。下期(7～12 月期)は残すところあと 1 か月だが、仮に 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▲2.7 兆円の円売り超過に着

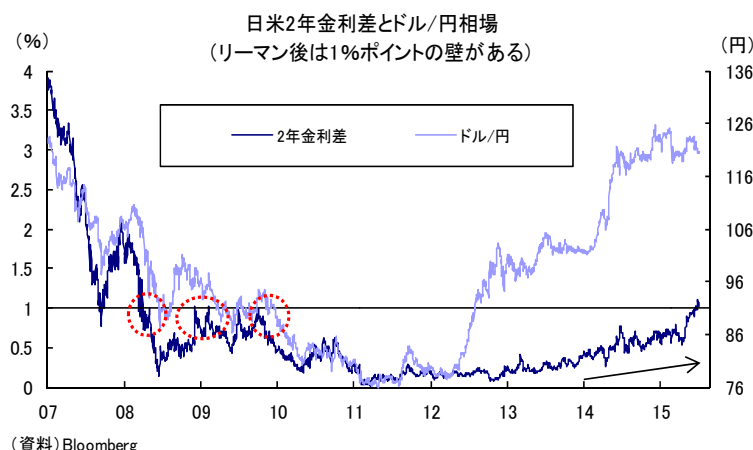


¹ 国際収支統計上、対外純資産の増加要因はプラス、対外純負債の増加要因はマイナスの符合で表記される。11 月は対外証券投資の買い越しが大きく上回ったので資金フローに着目すればマイナスの符合となるが、日本として対外純資産が増加する動きなのでプラスの符合になる。

地し、通年で見れば約▲11兆円の規模に達する。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、2015年の需給環境も過去2年から大きな変化はなく、これが過去最長となる4年連続の円安を支える主因に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、少なくとも2015年についてはその通りになったと言える。

～2016年の基礎的需給環境はいかに～

問題は2016年である。これまで繰り返し述べてきたように、2016年はあらゆる金融資産にとって自明の前提とされてきた「FRBの正常化プロセスが順当に進んでいること」という事実が変調を来す公算が大きい。具体的には、FRBはドル高の自重に耐えかねる格好で利上げを諦めるというのが筆者の2016年為替見通しの大前提である。必然的に日米金融政策格差の拡大は停止し、ドル/円相場もピークアウト



すると予想している²。2016年はまだ1週間しか経過していないが、少なくとも海外経済環境が著しく悪化している現状に照らせば、FRBの政策環境は相当陰しいものになったと言わざるを得ない。

もちろん、米国が利上げ出来なくなっても日本の運用環境が改善するわけではなく、日米金利差の観点から言えば、引き続き堅調な対外証券投資が続く芽はある。また、原油価格を筆頭とする商品価格の軟化が続く状況下、輸入金額の縮小を通じて貿易収支が断続的に黒字化することは今後も想定されるが、中国を筆頭として新興・資源国経済の内需に期待が持てない以上、その改善は自ずと限定的なものに止まるだろう。しかし、後述するように、既に本邦から海外への対外証券投資は明らかに減速しており、FRBの正常化プロセスを取り巻く環境が現状以上に悪化した場合、対外証券投資が売り越しに転じる恐れも否定できない。引き続き円相場の需給環境を展望する上では「経常収支の改善ペース」と「対外証券投資の加速ペース」、どちらが強いかが重要になりそうだが、後者が果たして2015年並みの勢いを維持できるのか、雲行きはかなり怪しくなっている。

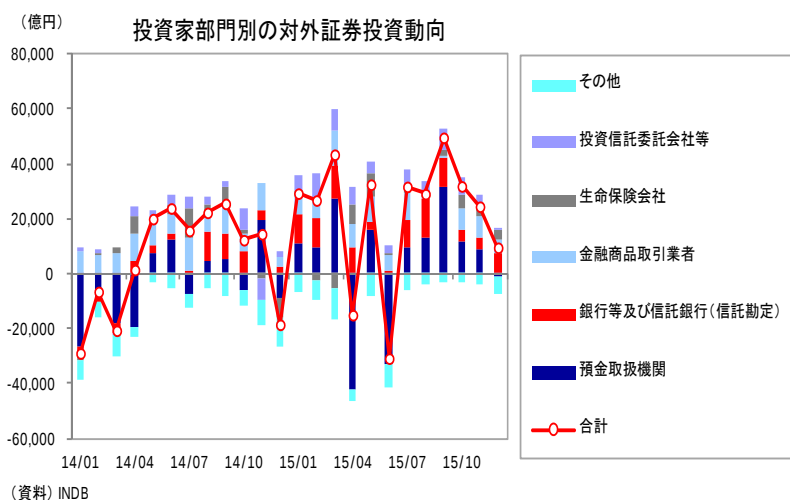
～12月の対内対外証券投資～

一方、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12月分では、2か月連続の資本純流出が確認されている。しかし、その規模は▲6735億円と前月の半分以下であり、主として対外証券投資の買い越しが減速したことによる。 (※ここ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。注釈1で述べた通り、統計発表上の符合は逆である)。対外証券投資はこれで6か月連続の買い越しだが、次頁図に示されるように明らかに減少傾向にある。こうした傾向が継続すれば、貿易・サービス収支の動きによって

² 詳しくは本欄2016年1月4日号『2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～』をご参照下さい。

は基礎的需給における円売り超過が円買い超過に転じる可能性もある。

なお、12 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 21 か月連続の買い越しとなっているが、裏を返せば、これ以外の投資家に勢いが感じられない(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、実際に信託勘定の買い越し額にも往時の勢いを感じなくなっている。今のところ、FRB が正常化プロセスを諦めていない中で本邦機関投資家の円売りは今後も出るはずという見通しが市場のコンセンサスと見受けられるが、連続的な米利上げの難易度が高いと周知されてくれば、恐らくこの評価も変わってくるだろう。筆者はその展開を警戒している。

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
2016年1月12日	Game changer!になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出れない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
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
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	イレレン講演や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