

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 9 日)

円の需給環境の総括と展望～15 年国際収支を受けて～

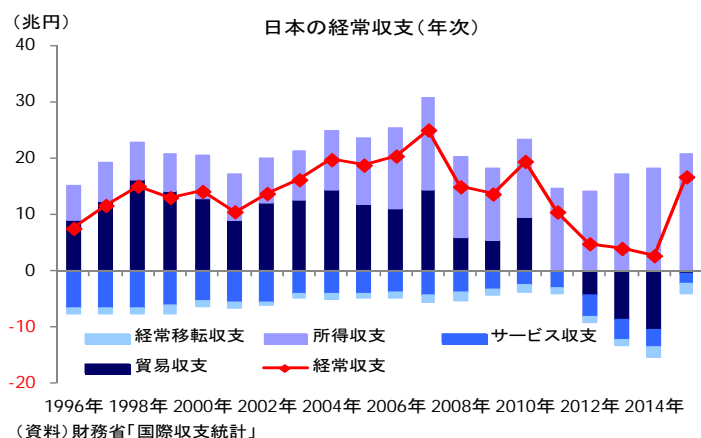
2015 年通年の基礎的需給環境を総括し、2016 年を展望。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)は、2015 年通年では▲12 兆円の円売り超過というイメージ。これは円売り超過幅としては 2008 年以来の大きさであり、過去最長となる「4 年連続の円安」の一因になったと推測される。2015 年は「稼いだ経常黒字以上に対外証券投資を行った」構図の印象が強く、ここにクロスボーダーM&A の旺盛なフローも重なったことで円売り超過の状況が続いた。2016 年の基礎的需給を展望する上では「経常収支の改善ペース」と「対外証券投資の加速ペース」、どちらが強いかが重要になる。仮に本欄の想定通り、FRB の正常化プロセスが 2016 年に挫折するのだとすれば、年後半にかけて「対外証券投資の加速ペース」が失速し、「経常収支の改善ペース」を陵駕する格好で円買い超過の地合いが復活することを警戒すべき。

～年内 110 円割れも現実味～

昨日の為替市場は円相場が急騰する展開。世界経済への懸念に後押しされる格好で世界的に株価が急落しており、本日東京時間の円相場は対ドルで115円を割り込み、対ユーロでは128円台まで下落している。2月という年の早い段階で115円を割り込んだことで、年内の110円割れ、その先の購買力平価(PPP、105円前後)回帰も現実味を帯びてきている。ハロウィン緩和後、110～115円のレンジでは滞空時間が短かったこともあり、走り出せば早い可能性も懸念される。いずれにせよ、本欄では繰り返し論じてきているように、それが物価尺度に照らしたフェアバリューである以上、100～105円といったPPPに即した動きになることは完全に否定されるものではない。

～原油次第だった 2015 年国際収支～

足許の円高相場を肯定するかのような計数も散見され始めている。昨日は本邦12月国際収支統計が公表され、2015年通年の計数が明らかになった(図)。2015年の貿易・サービス収支は▲2兆2062億円と過去4年で最小の赤字幅を記録した。原油価格急落を背景に貿易収支が▲6434億円と4年ぶりの赤字幅へ急縮小したこと、サービス収支が訪日外国人旅行者数の増加を受けて▲1兆



5628億円と現行統計で比較可能な1996年以来の小幅赤字に止まったことなどが効いている。片や、第一次所得収支黒字は+20兆7767億円と現行統計で過去最高を記録しており、結果としての

経常黒字は前年比+13 兆 9955 億円の+16 兆 6413 億円を記録している。これは 2010 年の+19 兆 3828 億円以来、5 年ぶりの黒字幅であり、遂に経常黒字が東日本大震災以前に戻ったことになる。

しかし、収支改善の背景は必ずしも明るい材料ではない。各項目の前年差を取れば分かるように、改善の大半は輸入減少に由来しており、原油安の恩恵に尽きる。もちろん、長年の対外投資の成果に円安の価格効果が加わったことで第一次所得収支黒字は前年差+2 兆 6564 億円と急増していることや、訪日外国人旅行者数増加によりサービス収支赤字が同+1 兆 5173 億円とまとまった幅で縮小していることは前向きな動きである。だが、輸入金額は前年差で▲8 兆 6825 億円も縮小しており、これが 2015 年通年の経常黒字を規定した感否めない。今年に入ってから原油価格下落が今後数か月に亘って輸入金額に反映されてくるとすれば、当面は貿易収支改善を背景に経常黒字も膨らむだろう。しかし、裏を返せば原油価格が反転すれば再び貿易収支の大幅赤字と共に経常黒字の減少が見込まれるということでもある。足許の円高傾向に関しても、第一次所得収支黒字を目減りさせる要因として今後の影響を注視する必要がある。

～2015 年の基礎的需給の総括～

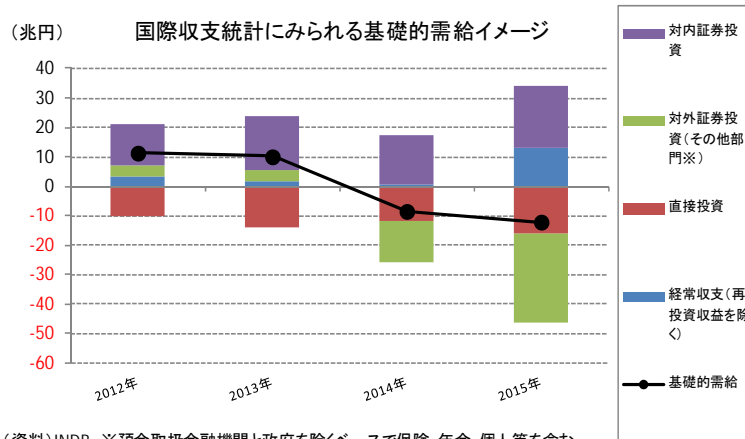
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、2015 年通年では▲12 兆円の円売り超過というイメージになる。これは円売り超過幅としては 2008 年以來の大きさであり、過去最長となる「4 年連続の円安」の一因になったと推測される。既に述べたように、

2015 年は経常黒字が急拡大したが、基礎的需給環境全体を見た場合、これを相殺して余りあるだけの対外証券投資が円売り超過の需給環境を作り出したことが分かる。

具体的な数字を確認して見ると、基礎的需給算出に使用する再投資収益除くベースの経常黒字は前年の+4177 億円から+13.1 兆円へ前年差+12.7 兆円の拡大を記録したが、対外証券投資は▲14 兆円から▲30 兆円へ倍増し、同▲16 兆円の拡大となった。雑駁に言えば「稼いだ経常黒字以上に対外証券投資を行った」構図であり、ここにクロスボーダー M&A のフローを含む直接投資が▲16 兆円と現行統計開始以来で最大を記録したこともあって、基礎的需給全体が大幅な円売り超過に着地したというのが 2015 年の需給環境の総括となる。なお、対内証券投資も+17.1 兆円から+20.9 兆円へ同+3.8 兆円の拡大となったが、対外証券投資と直接投資の拡大を前に際立った円買い圧力とはならなかった。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」との見通しを述べてきたが、これが実現した格好である。

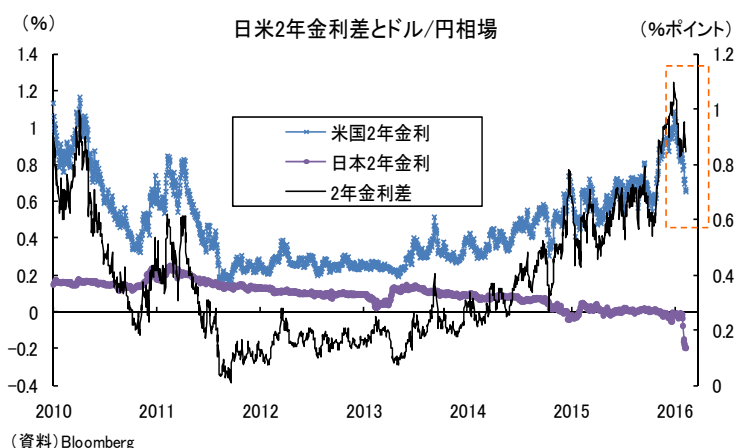
～2016 年の基礎的需給の展望～

これらの結果を踏まえて、2016 年の基礎的需給を展望してみたい。繰り返し論じてきたように、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る。仮に本欄の想定通り、FRB の正常化プロセスが 2016 年に挫折するのだとすれば、年後半にかけて「対外証券投資の加速ペース」が失速し、「経常収支の改善ペース」を陵駕する格好で円買い超過の地合いが復活するかもしれない。既に確認したように、2015 年の円売り超過は未曾有の対外証券投資の勢いに支えられた末の結果であり、これが失速するようであれば円買い超過に転じていた可能性が高い。

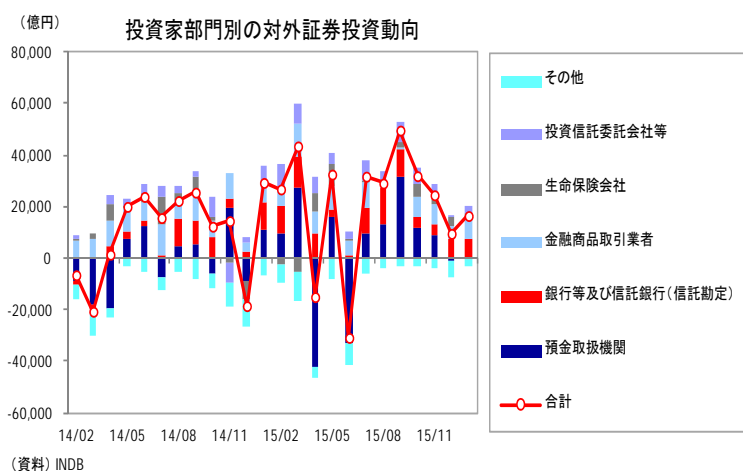
もちろん、米国が利上げ出来なくなつたからと言って日本の運用環境が改善するわけではなく、日米金利差の観点から、引き続き堅調な対外証券投資が続く可能性はある。日銀がマイナス金利を導入したことで円金利は幅広い期間に亘って押し下げられており、「外に出なければどうしようもない」という国内投資家は多数存在する。斯かる状況下、2016 年も相応の対外証券投資買い越しが続く可能性は否定できない。



だが、このような話は米金利が現状程度で相応の金利差を確保できていればの話だろう。今後、FRB の正常化プロセスが挫折してくるという仮定が正しければ、米金利はさらなる低下を余儀なくされる。2013 年以降、一方的な上昇を辿ってきた米金利の方がマイナス圏での限界的な低下余地を探る円金利よりも絶対的な下げ幅は大きくなりそうであり、結果として金利差の縮小が予想される。現に年初から起きていることは、日米金利差の縮小に伴うドル/円相場の下落であり（図）、こうした動きはまだ継続の余地があるように思われる。

～1 月対外証券投資: 衰えは隠せず～

昨日、国際収支統計と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 1 月分を見ると、対外証券投資は 7 か月連続の買い越しとなっているものの、やはり昨年央をピークとして勢いの衰えは感じる。引き続き年金資金の動きを捕捉すると言われる信託勘定が統計開始以来で最長となる 22 か月連続の買い越しとなっていることが支えになっているが、FRB の正常化プロセスに



暗雲が垂れこむ中でもこのような動きが維持されるのかは不透明である。今のところ、FRB が正常化プロセスを諦めていない以上、本邦機関投資家の円売りは今後も続くという見通しが支持を得て

いるように見受けられるが、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。筆者はその展開をメインシナリオに据え、円高への警戒を強めている。

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2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
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
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」はいつまでも出来ない～)
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～為替従属属まる日米欧中銀～
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	イエ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～止まりそく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)～期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～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