

みずほマーケット・トピック(2016 年 5 月 12 日)

円相場の基礎的需給環境について～第 1 四半期を終えて～

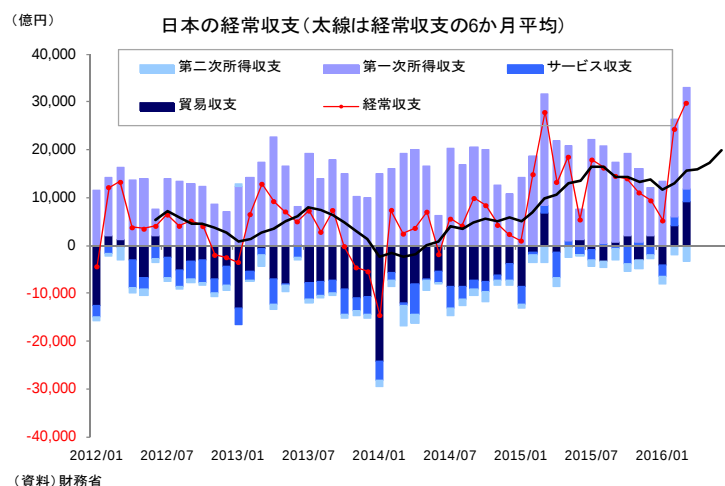
3 月の本邦経常収支は+2 兆 9804 億円の黒字となり、2007 年 3 月以来の高水準を記録。2007 年と言えば円安バブルの下、本邦経常黒字が絶頂を迎えていた時代。また、この結果、2015 年度の経常収支は+17 兆 9752 億円となり、年度としても 2010 年度以来、5 年ぶりの大幅黒字に。単純に黒字水準だけで見た場合、貿易赤字を慢性化させた東日本大震災のショックを乗り越えた格好。しかし、最近の経常収支改善が持続的とは思えず。昨年来の経常黒字拡大は①原油価格急落を受けた輸入急減(≡貿易赤字の急減)、②第一次所得収支の急増、③サービス収支赤字の急減という 3 つの大きな変化にけん引されたものであった。①～③のどれをとっても今後は剥落していくような要因であり、経常黒字の改善ペースはそろそろ頭打ちになる展開を想定。一方で、1～3 月期の対外証券投資は引き続き加速している。これが円高シナリオにとっての「最も現実的なリスク」である状況は変わらず。しかし、4 月の対外証券投資は 10 か月ぶりの売り越し。

～外的要因に圧倒される円相場～

昨日の為替相場ではドル相場の反落が目立つ展開で、対円で 108.37 円、対ユーロでは 1.1447 をつける動きが見られた。昨晩は黒田日銀総裁が独紙に対するインタビューで「日銀は技術的に ECB と同水準まで金利を下げる事が可能」とのコメントが報じられたが、円相場の下落には繋がっていない。同インタビュー内で黒田総裁が述べるように現状の円相場は「外的要因に圧倒されている」というのが実情である。マイナス金利は確かに通貨安をもたらす効果が期待されるが、基軸通貨の下落を前にしては無力だったという話であり、この状況は日欧中銀に共通した悩みである。

～往時の円安バブルを彷彿とさせる経常黒字～

ところで、今朝方には本邦 3 月国際収支が発表されている。3 月の経常収支は+2 兆 9804 億円の黒字となり、2007 年 3 月以来の高水準を記録した。2007 年と言えば円安バブルと呼ばれた局面において本邦経常黒字が絶頂を迎えていた時代である。2014 年には単月で経常赤字を記録していた月もあったことを思えば、隔世の感を覚える。貿易・サービス収支が+1 兆 1701 億円、第一次所得収支が+2 兆 1317



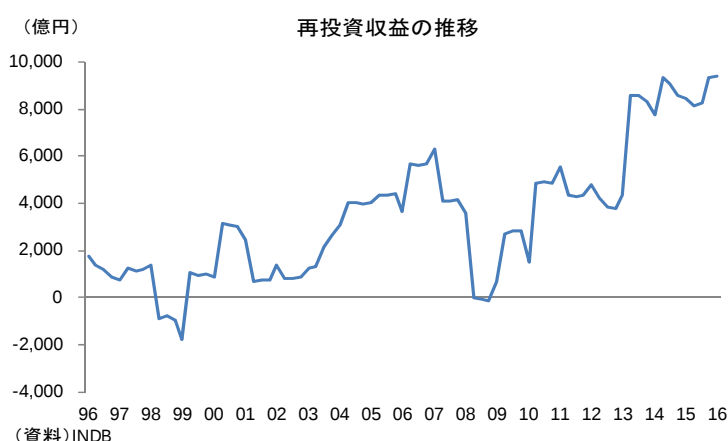
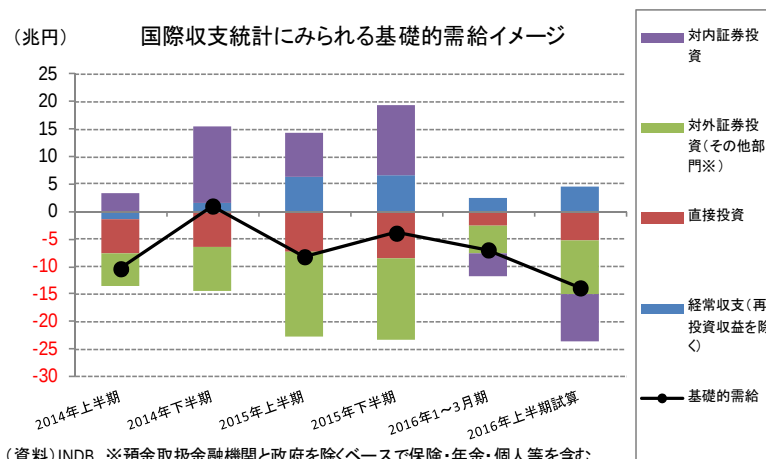
億円と大幅な黒字を記録した結果である。また、これにより 2015 年度の経常収支は+17 兆 9752 億

円となり、年度としても 2010 年度以来、5 年ぶりの大幅黒字となっている。単純に黒字水準だけで見た場合、貿易赤字を慢性化させた東日本大震災のショックを乗り越えた格好である。

しかし、前頁図を見ても直感的に感じるところではあるが、最近の経常収支の改善はあまりにも非連続的且つ性急であり、持続性があるとは思えない。昨年来の経常黒字拡大は①原油価格急落を受けた輸入急減(≡貿易赤字の急減)、②第一次所得収支の急増、③サービス収支赤字の急減という 3 つの大きな変化にけん引されたものであった。①に関しては、原油価格が 2 月に底打ちしている以上、今後はその影響が剥落する公算が大きい。また、②や③は円安相場が相応に大きな寄与を果たしており、2 月以降の円相場の急騰から今後は従前の傾向が変わってくるだろう¹。より仔細に考えれば、②は本邦企業の旺盛な海外進出という企業行動自体の構造変化に根差したものであるため増勢は変わらないかもしれないが、③は円安・人民元高という購買力の高まりが中国人訪日客の「爆買い」の源泉であったことを思えば、今後の減速は不可避に思われる。経常黒字の改善ペースはそろそろ頭打ちになる展開を想定した方が良いでしょう。

～第 1 四半期の円相場の基礎的需給～

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・上)を見れば、2016 年 1～3 月期としては約 ▲7 兆円の円売り超過というイメージになる。上述したような経常黒字の拡大にも拘わらず、円売り超過となっている背景としては、基礎的需給の計算上、経常黒字の拡大がさほど色濃く出ないこと及び引き続き対外証券投資の加速が見られることの 2 点が指摘される。まず、経常黒字は急増しているものの、この内、外貨のまま利用され円転されることのない再投資収益(第一次所得収支の内数)が膨らんでいるという実情がある(図・下)。具体的な数字を見れば、1～3 月期の再投資収益は+9412 億円となっており、これは現行統計で遡れる 1996 年以来で最大である。1～3 月期で第一次所得収支は約+5.5 兆円の黒字を稼ぎ出しているが、その 2 割弱は円転されないことが確定しているのである。縮小する国内市場よりも、海外市場に資源を傾斜させたいという企業戦略の帰結なのだろう



¹ 第一次所得収支の円建て換算には「当該月の前々月中の実勢相場の平均値」である報告省令レートが用いられる。つまり、3 月の計数は 1 月の為替相場で円換算されている。ということは、2 月以降に進行した円高の影響は 4 月以降の国際収支統計に反映されてくる。

う。この点、本欄で使用する基礎的需給の計算上は円高圧力が後退する計算になる。

一方、引き続き、円金利環境が悲惨な状況にある中で、本邦投資家の対外証券投資は加速しており、これが円売り超過の需給環境を作り出している。4月以降、順次明らかになっている本邦主要生命保険会社における2016年度運用計画を見ても、明らかに対外リスクを取る姿勢が顕著に見られており、FRBの正常化プロセスに不透明感がある中でも「国内に買うものなし」の状況が強く嫌気されているように見受けられる。こうした「稼いだ経常黒字以上に対外証券投資を行う」という1～3月期の基礎的需給の構図が続いた場合、2014年や2015年の上半期を超える円売り超過の需給環境が形成されそうである。『中期為替相場見通し』においては円高シナリオにまつわる「最も現実的なリスク」として、こうした対外証券投資の加速に根差した円安相場を懸念しているが、1～3月期の国際収支統計を踏まえれば、尚のこと、そのような思いは強まる。

しかし、本日併せて公表された『対外及び対内証券売買契約等の状況』の4月分を見ると、対外証券投資が▲6006億円と2015年6月以来、10か月ぶりの売り越しになっている。歴史的な経緯を踏まえれば、結局、FRBがタカ派姿勢を強められない中では本邦から海外へのリスクテイクは抑制され、こうした動きが支配的になることが通常だった。マイナス金利が珍しくなくなった世相においてもこのような経験則が通用するのか定かではないが、現状のところ筆者は、対外証券投資は加速するにしても多くがヘッジ付きであり、円安相場をけん引することにはならないと予想している。

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5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～ 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
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～
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～静観する勇氣～
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」？～