

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 8 日)

円相場の基礎的需給環境について

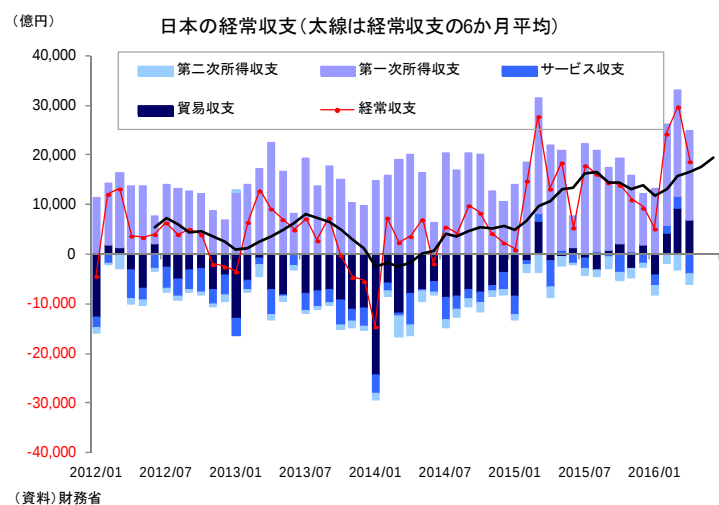
本邦 4 月国際収支を受けて円相場の需給環境について定点観測。4 月の経常収支は+1 兆 8785 億円の黒字。これを受けた 1～4 月合計の経常黒字は+7 兆 8146 億円に達し、既に 2015 年通年の黒字の半分近くに肉薄。しかし、原油価格が底打ちする一方で円高が進んでいる状況を踏まえれば、経常黒字の改善ペースは落ち込んでくると予想。本欄で円相場予想の指針とする基礎的需給バランスを見れば、2016 年 1～4 月期は約▲4.4 兆円の円売り超過。経常黒字の拡大にも拘わらず、円売り超過となっている背景には引き続き対外証券投資の加速がある。『中期為替相場見通し』でも述べるように円高シナリオにまつわる「最も現実的なリスク」はこうした対外証券投資の加速に根差した円安の進展である。だが、あるかどうか分からない米利上げよりも、可能性が高そうな円高相場に備える投資家が多くなっても全く不思議ではない。今後、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材料にはならないと考える。

～利上げ期待退潮の状況は変わらず～

昨日の為替相場も小動きの展開。引き続き FRB への利上げ期待が退潮となる中、ドル相場の上値が重い地合いが続いている。さすがに 6 月利上げを見込む向きはほぼ消滅した格好だが、「では 7 月か」という向きはまだ相応に存在する。本欄では繰り返し述べていることだが、筆者は年内利上げの芽は潰えた可能性が高いと考えており、それゆえにドル相場の下落もここで止まる可能性は低いという認識を抱いている。また、仮に利上げに踏み切ったとしても、利上げできる中央銀行が FRB だけという状況では、再び「ドル高の罟」¹に嵌まり、ハト派へ傾斜することになると考えている。

～経常黒字は既に昨年の半分程度を確保～

ところで、今朝方には本邦 4 月国際収支が発表されているので、円相場の需給環境について定点観測をしておきたい。4 月の経常収支は+1 兆 8785 億円の黒字となり、市場予想の中心(+2 兆 3030 億円)を下回ったものの、引き続き 2 兆円弱の黒字を維持した。貿易・サービス収支が+2959 億円と 3 か月連続の黒字を記録した上、第一次所得収支が+1 兆 7805 億円と引き続き巨額の黒字を記録したことの結果である。但し、サー



¹ 2016 年 5 月 25 日号『米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」から抜けられず～』をご参照下さい。

ビス収支が▲4012 億円と 3 か月ぶりの赤字になったことで経常黒字の伸びが押さえられたことは、今後を読む上で注目点かもしれない(後述)。これを受けた 1～4 月合計の経常黒字は+7 兆 8146 億円に達しており、既に 2015 年通年(+16 兆 4127 億円)の黒字の半分近くに迫っている。

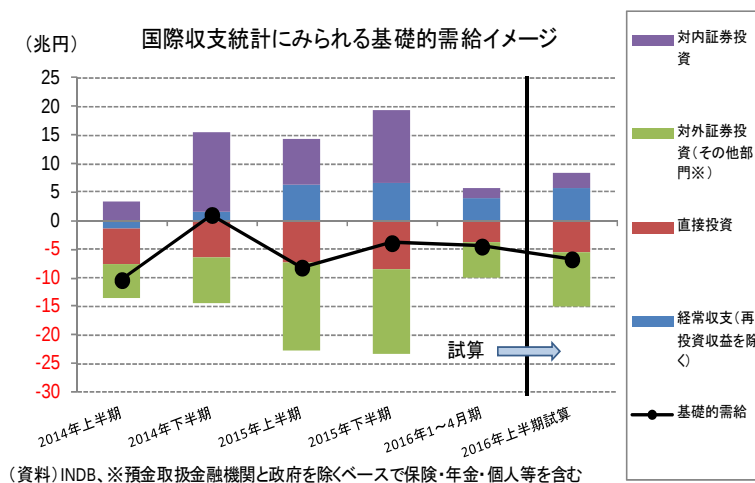
～経常黒字は頭打ちを予想～

だが、前月の本欄でも述べたように、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、持続性に不安がある。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 つの要因に起因している。①に関しては、原油価格が 2 月に底打ちしているため、今後はその影響が剥落する公算が大きい。また、②や③は円安相場が大きな寄与を果たしている面もあるため、2 月以降の円相場の急騰が今後影響をもたらしてくると思われる。というのも、国際収支統計の作成に当たっては、「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。そのため、今回 4 月分の統計から円高の影響が出始めていることになる。前月対比で見て、全体的に黒字縮小方向の動きが目立っている背景には円高の影響もあるのだろう。

もちろん、本欄 2016 年 6 月 2 日号『消費増税先送りと「悪い円安」論について』でも議論したように、日本は世界最大の対外純資産国であり、国内市場の縮小傾向に鑑みれば、海外進出や海外企業買収といった経営戦略が大きく変わることもなさそうである。ゆえに②が一夜にして急減することはないだろう。だが、円安による価格効果で「盛られていた部分」が今後減少せざるを得ないのも確かなはずである(控えめに言っても約▲10%(120 円→110 円)の評価減は不可避)。また、③についても円安・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、最近になって再び円高・人民元安が強まっている以上、ある程度の減速は覚悟したい。2007 年にかけて日本の製造業部門は円安バブルに沸いたが、今回、それは財ではなくサービスの輸出と形を変えて「爆買い」バブルを引き起こしていた可能性がある。そう考えると製造業ではなく内需型の非製造業部門(小売や宿泊など)が円高によって悪影響を被るという事態が注目されてくるかもしれない。いずれにせよ、経常黒字の改善ペースはそろそろ落ち込んでくると予想したい。

～年初来で見た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)を見れば、2016 年 1～4 月期としては約▲4.4 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には引き続き対外証券投資の加速がある。図を一瞥しても分かるように、経常黒字拡大による円買い圧力は対外直接投資拡大に



よる円売り圧力と概ね見合っているため、結果として対外証券投資の円売り圧力が「浮く」格好になっている。また、前月の本欄でも述べたように、最近の経常黒字においては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ので、その分、基礎的需給における円買い圧力が劣勢になっている面もある。

引き続き、円金利環境が悲惨であるという事実は変わっていないため、本邦投資家の対外証券投資は勢いを維持し、これが円売り超過の需給環境に寄与する構図は当面変わりそうにない。FRB の正常化プロセスには強い不透明感があるものの、利上げに向けたファイティングポーズが続けられる限り、藁にもすがる思いと共に対外証券投資は続きそうである。こうして「稼いだ経常黒字以上に対外投資を行う」という構図が続くことで、2016 年上半期の円相場における基礎的需給環境は昨年並みの円売り超過となりそうである。『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の進展を想定しているが、引き続きそうした警戒感は根強いものがある。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 5 月分を見ても、対外証券投資は▲2 兆 683 億円と大幅買い越しである。

～不確かな米利上げよりも確かな円高が心配～

とはいえ、昨日ないし昨日の本欄でも言及したように、米経済の失速が露わになり、一部では利下げ観測まで出ている状況で、ヘッジ付きならばまだしも、敢えて為替リスクを取って対外証券投資を加速させる投資家が大勢になるものだろうか。筆者の想定通り、米国が利上げを諦め、円高・ドル安が進んだ場合、そのような対外証券投資は大変な損失を被ることになる。確かに金利面から見た円資産の投資妙味は話にならないかもしれない。だが、これまで繰り返し論じてきたように、米通貨政策の志向や変動相場制の歴史などを踏まえた場合、円高・ドル安の確度は相応に高いと筆者は考えている。あるかどうか分からない米利上げよりも、可能性が高そうな円高相場に備える投資家が多くなっても全く不思議ではない。今後、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いうのが本欄の想定である。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
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～
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「秩序の(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～「暴凶の緩和スキーム」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レーションとユーロ高懸念
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	中国版プラザ合意へ燃る期待について
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～
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「瘦せ我慢」
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!にならなかった米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～