

みずほマーケット・トピック(2016年8月10日)

円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～

本邦6月国際収支の結果を踏まえ、2016年上半期の円相場の需給環境を定点観測。2016年上半期の経常黒字は+10兆6257億円となり、前年同期比では+2兆5317億円の増加。黒字拡大は主として①貿易収支の黒字化、②サービス収支赤字の縮小に起因するもの。しかし、今後の経常黒字動向に関しては、円高相場を背景として第一次所得収支の改善が見込めず、旅行収支の改善も止まることが予想される。本欄の円高予想が正しければ、基本的に経常黒字は徐々にその水準を切り下げて行く公算が大きい。なお、筆者が予想の指針としている円相場の基礎的需給バランスは2016年上半期について約▲11兆円の円売り超過というイメージ。半期で見た円売り超過額としてはアベノミクスが取り沙汰された2013年以降で最大となる。むろん、対外証券投資の多くには為替ヘッジが付いており、だからこそこの需給イメージとは裏腹に円高が進んできたという事実があるわけだが、基礎的需給が明確に円安を示唆する状況下、「どこまで円高見通しを深掘りすべきか」というのが今後の円相場見通し作成にとって大きな課題となりそう。

～国債と円にストレートな関係を見出すのは困難～

昨日の為替相場は米金利低下などを背景としてドル売り優勢の流れとなり、本日東京時間午前には前日の102.50円付近から101円台前半まで急落している。本邦では日銀による「総括的な検証」への思惑が円金利の乱高下を招いている。先週4日、岩田日銀副総裁が「もう少し微妙な調整の仕方」を検証し、「気配りのある政策をしたい」と述べたことで「総括的検証≒現行路線の後退」との思惑が強まっており、円金利が急騰している。この点、「円金利急騰は円高要因か」との照会も少なくないが、そもそも円金利が低下する過程でも円高は進展してきた経緯がある。国債と円の間には断層があり、両者に理論的な相互関係を見出すのは難しいというのが本邦市場の特徴である。

～2016年上半期の国際収支～

ところで、筆者出張中の今週8日には本邦6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しておきたい。6月の経常収支は+9744億円の黒字と市場予想の中心(+1兆1035億円)を下回ったものの、前年同月比では+4334億円増加した。これにより2016年上半期(1～6月)の経常黒字は+10兆6257億円となり、前年同期比では+2兆5317億円の増加となった。黒字拡大は主として①貿易収支の黒字化、②サービス収支赤字の縮小に起因するものである(次頁表)。①については昨年の▲3754億円から今年は+2兆3541億円～同+2兆7295億円の改善が見られており、これが経常黒字拡大の主因となったと言える。しかし、輸出入の動向を見ると、前年同期比の変化幅は輸出が▲4兆916億円、輸入が▲6兆8208億円となっており、貿易黒字の拡大はあくまで輸入の大幅減少の結果である(言うまでもなく原油価格の急落を反映している)。円高の是正が進まない中で原油価格が反落し始めていることを踏まえれば、「輸出以上に輸入が減

少する」という傾向は継続し
そうだが、円高を受けて輸出も鈍化傾向が続くだろう。

また、②は旅行収支の黒字拡大の結果であり、昨年の+5306 億円から今年のは+7759 億円へ前年同期比では+2453 億円の増加となっている。訪日外客数の順当な伸びを踏まえれば妥当な結果だが、そのペースは明らかに減速している。円高傾向も踏まえれば、改善傾向は頭打ちと見るのが無難だろう。なお、経常黒字の大宗を占める第一次所得収支黒字も円高の影響を受けて目減りしており、昨年の+10 兆 4406 億円から今年のは+9 兆 6129 億円と▲8277 億円の減少となっている。省令レートを使用したドル建てから円建てへの換算に関しては 2 か月前のレートが用いられることを踏まえれば、2 月以降の円高相場は 4 月以降の国際収支統計に反映されることになる。裏を返せば、慢性的に 105 円を割るようになった 6 月以降のドル/円相場はまだ第一次所得収支を筆頭に国際収支統計に反映されていないことは留意が必要だろう。

今後、第一次所得収支の改善が見込めず、旅行収支の改善も止まるのだとすれば、経常黒字の拡大は「輸入の減少でどれほど貿易収支の黒字が拡大するか」という点に託されることになる(そのような経路で経常黒字が拡大しても前向きな話とは言えないが)。本欄の円高予想を踏まえれば、基本的に経常黒字は徐々にその水準を切り下げて行く公算が大きいと思われる。

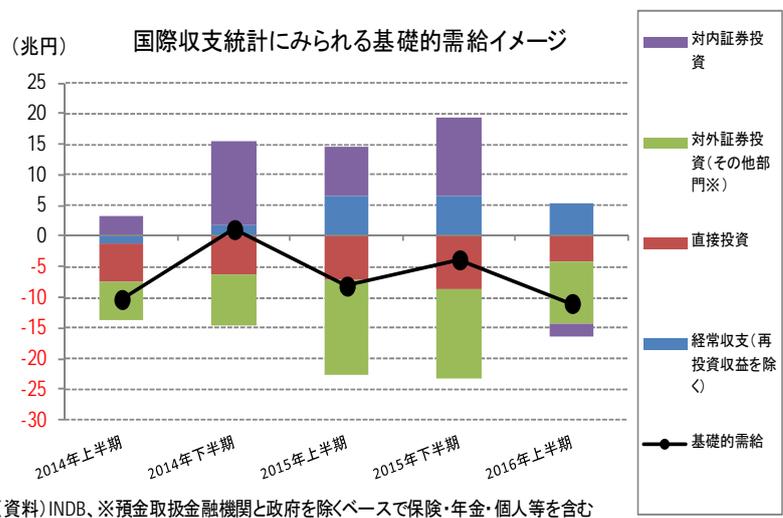
各年上半期における経常収支とその主要項目の推移(単位: 億円)

	経常収支	貿易収支	輸出	輸入	サービス収支	旅行収支	第一次所得収支
1996年	38,722	42,686	207,003	164,316	-31,472	-16,830	32,727
1997年	50,412	51,591	237,794	186,203	-32,506	-17,078	37,589
1998年	74,072	76,096	241,596	165,501	-31,372	-15,314	35,173
1999年	63,760	69,431	219,318	149,887	-29,587	-15,359	32,660
2000年	74,933	66,056	238,234	172,179	-25,065	-14,494	39,421
2001年	53,418	43,635	235,412	191,775	-28,967	-14,890	43,620
2002年	74,992	59,768	237,944	178,178	-25,858	-13,066	42,047
2003年	74,029	54,337	247,973	193,636	-18,403	-10,052	42,698
2004年	101,411	73,870	279,472	205,603	-20,166	-13,088	51,858
2005年	90,868	59,126	295,510	236,383	-19,696	-13,273	57,453
2006年	96,709	48,501	343,779	295,276	-16,393	-10,229	72,071
2007年	126,993	67,488	385,455	317,967	-20,035	-9,899	87,313
2008年	97,742	46,221	402,167	355,948	-19,835	-8,601	78,745
2009年	54,940	12,608	225,629	213,020	-16,194	-6,533	65,933
2010年	98,137	48,355	316,365	268,011	-13,562	-6,063	69,454
震災 2011年	61,274	1,669	308,480	306,812	-11,103	-6,323	77,452
2012年	32,397	-17,291	317,783	335,073	-15,264	-4,987	71,815
2013年	37,272	-34,270	330,902	365,172	-14,362	-3,261	91,019
2014年	4,153	-62,522	356,920	419,444	-14,690	-658	92,771
2015年	80,940	-3,754	379,130	382,882	-9,334	5,306	104,406
2016年	106,257	23,541	338,214	314,674	-2,100	7,759	96,129

(資料)財務省

～2016 年上半期の基礎的需給～

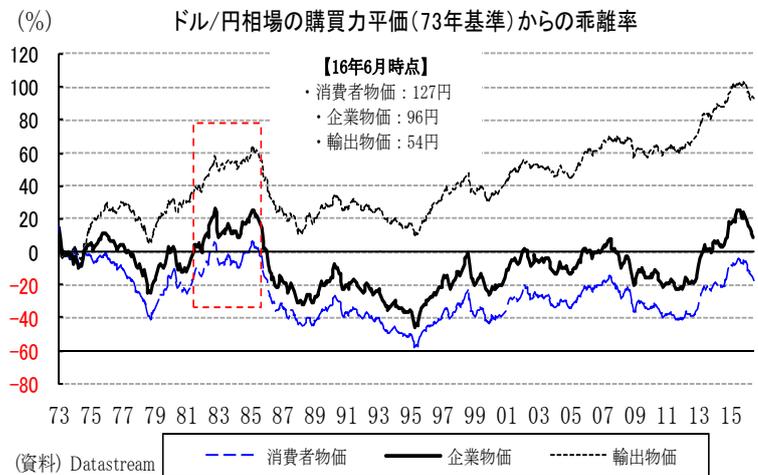
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、2016 年上半期は約▲11 兆円の円売り超過というイメージになる。半期で見た円売り超過額としてはアベノミクスが取り沙汰された 2013 年以降で最も大きい。上述したような経常黒字の拡大にも拘わらず、円売り超過となっている背景には引き続き対外証券投資の加



速があり、円金利が限界まで押し潰される中で外に目を向けざるを得ない本邦投資家の現状を強く反映していると言えそうである。図を見ても分かるように、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によって概ね相殺されてしまっており、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、近年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事情もあり、これを除けばやはり基礎的需給における円買い圧力は高まりにくいという状況がある。むろん、対外証券投資の多くには為替ヘッジが付いており、だからこそこの需給イメージとは裏腹に円高が進んできたという事実があるわけだが、基礎的需給が明確に円安を示唆する状況が続く中で「どこまで円高見通しを深掘りすべきか」というのが今後の円相場見通し作成にとって大きな課題だろう。

～円高見通しへの「現実的なリスク」と水準感～

購買力平価 (PPP) を目途とするドル/円相場の「波」は 1 回の局面で 3～4 年続き、歴史的には「PPP±20%」のレンジをブレイクすることは稀というのは過去の本欄でも幾度か述べてきた¹。現在の PPP が約 100 円と仮定した場合、ドル/円相場の歴史は基本的に PPP 対比で円高であったという事実も踏まえれば、100 円割れ定着というのはさほど無理のない想定であるという筆者の考えは変わっていない。だが、過去に倣って、100 円から▲20% 下振



れた 80 円台までを当然のように見越すべきなのは未だ判断がつかない。現状の『中期為替相場見通し』では「FRB の挫折が想定される以上、対外証券投資はどこかで減速せざるを得ない」という想定だが、これほどまでに円金利の運用環境が苦境に陥ったことも経験がなく、対外証券投資が減速せずに伸び続けるリスクはやはり感じる。常々論じているように、こうした本邦投資家による対外証券投資の継続(ないし加速)が本欄の円高見通しにとって「最も現実的なリスク」と思われる。

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。

¹ 2016 年 7 月 4 日号『経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～』をご参照下さい。

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.mizuho.com/jp/forex/essn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が激しい始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
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「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～論点変わらず見直しに影響なし～
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	ブリュッセルテラを受けて～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」と言う勇気
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、為替見直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