

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 8 日)

円相場の基礎的需給環境～2016 年 7 月～

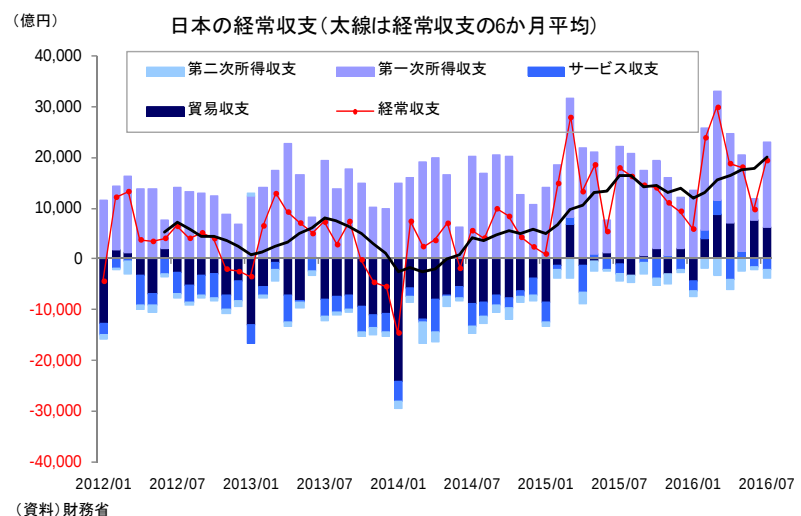
本邦 7 月国際収支統計を受けた円相場の需給環境について定点観測。経常黒字は前年比増加が見られているものの、あくまで「輸出の減少以上に輸入が減少した」結果として貿易黒字が拡大しただけであり、決して前向きな動きとは言えず。昨年来の円高傾向や本欄の円高予想を踏まえれば、輸出や旅行収支(受取)、第一次所得収支(受取)は今後大きく伸びが期待できそうにない。この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を見れば、引き続き対外証券投資主導で円売り超過の状況が続いている。円金利が限界まで押し潰される中、外に目を向けざるを得ない本邦投資家は多く、たとえ米国を含む海外経済が減速しても、対外証券投資が売り越し(円買い)になる展開は想像しづらい。この論点こそが円高見通しにとっての「最も現実的なリスク」であろう。今後、総括的検証を経て、日銀がマイナス金利の深堀りに意欲を示しそうなことを踏まえれば、尚の事、こうしたリスクは高まる。

～正常化プロセスを信じられない市場～

昨日の為替市場ではドル相場が前日の急落から小幅に値を戻す展開。地区連銀経済報告(ページブック)で殆どの地区において緩慢なペースでの景気拡大が報告されたことが、前日の ISM ショックからの持ち直しを促している。とはいえ、9 月 21 日の FOMC における利上げ織り込みは僅か 22%に止まっており、12 月 14 日会合まで視野を拡げてようやく 50%に至るとというのが現状である。市場は FRB の正常化プロセスを信じておらず、だからこそドル相場にも弾みがつかないのだろう。

～7 月经常黒字は拡大も: 今後は縮小の公算～

ところで本日は本邦 7 月国際収支統計が公表されているので、いつも通り、円相場の需給環境について定点観測しておきたい。7 月の経常収支は+1 兆 9382 億円の黒字と市場予想の中心(+2 兆 700 億円)を下回ったものの、前年同月比では+1444 億円増加した。黒字拡大は主として貿易収支の黒字化にけん引されたものだが、その背景は「輸出の減少以上に輸入が減少した」というものであり、決して前向きな動きとは言えない。輸出減少は海外経済減速と円高、輸入減少は内需減速と原油価格急落を



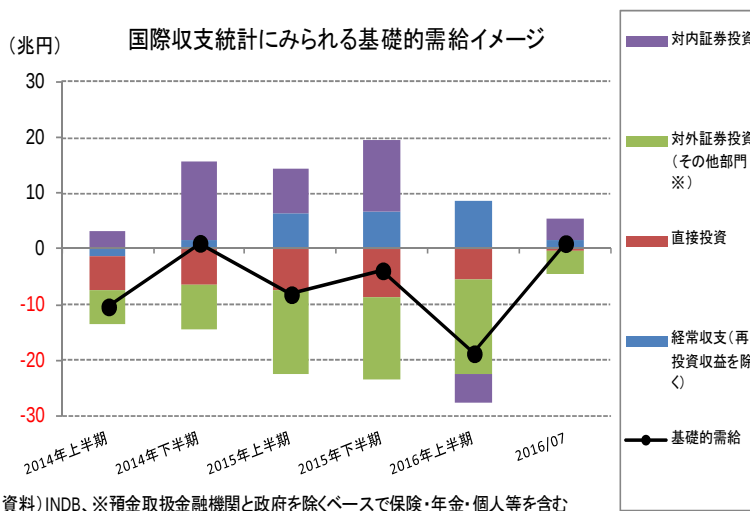
反映した動きであり、縮小均衡の流れが強まった結果として、たまたま黒字に転んだに過ぎない。昨年来の円高傾向や本欄の円高予想を踏まえれば、輸出や旅行収支(受取)、第一次所得収支(受取)は今後大きく伸びが期待できそうにない。となれば、経常黒字の拡大は「輸入の減少でどれほど貿易収支の黒字が拡大するか」という点に託されることになる。原油価格の著しい反転上昇は期待できないにしても、ここから一段の下落を見通すことも難しいことから、輸入減少に起因する経常黒字の拡大はこの辺りで一服するのではないかと、今後の経常黒字は円高圧力を受けて縮小方向を見通しておくことが妥当であるように見受けられる。

～基礎的需給の現状:100 円割れを阻む要因?～

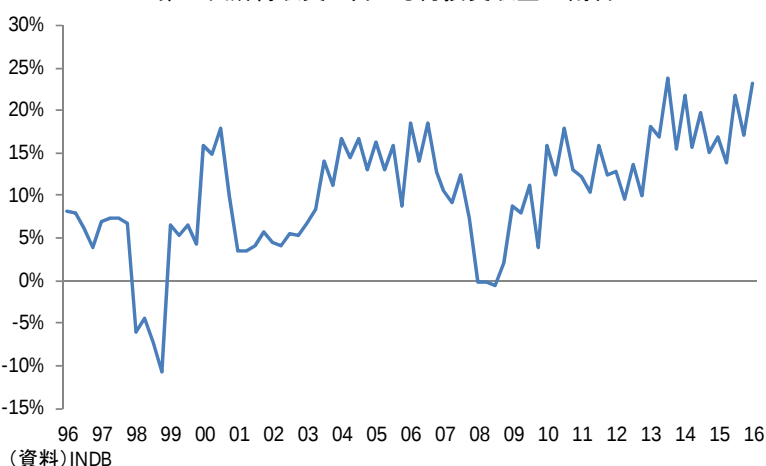
この結果を踏まえ、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、まず前月までに明らかになっていた 2016 年上半期は約▲18.7 兆円の円売り超過であり、これは 2015 年通年の約▲12 兆円よりも大きい。今回明らかになった 7 月単月で見れば、約+1 兆円と辛うじて円買い超過となっているものの、これまで円売りをけん引してきた対外証券投資だけで見れば、買い越し(円売り)は

健在であり、下半期も同項目が円相場の需給を左右することになりそうである。円金利が限界まで押し潰される中、外に目を向けざるを得ない本邦投資家は多く、たとえ米国を含む海外経済が減速しても、対外証券投資が売り越し(円買い)になる展開は想像しづらいのが実状である。『中期為替相場見通し』でも繰り返し述べているように、この論点こそが円高見通しにとっての「最も現実的なリスク」と筆者は考えている。今後、総括的検証を経て、日銀がマイナス金利の深堀りに意欲を示しそうなことを踏まえれば、尚の事、こうしたリスクは高まる。なお、「このような需給環境にも拘わらず円高は進んだ」との疑問も抱かれるところだが、「このような需給環境だからこそ 100 円台で踏ん張れている」という考え方もあろう。ドル調達コストの騰勢も相俟って、徐々にヘッジ付き以外の対外証券投資も増えているのだとすれば、100 円割れで定着しない背景として円相場の需給環境にはやはり目を向けざるを得ない。

また、上述したように、今後の経常黒字に関してはさほど拡大が見込め



第一次所得収支に占める再投資収益の割合



そうにないという事情がある。しかも、経常黒字を支える第一次所得収支に関しては、近年、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)の割合が明らかに上昇傾向にある(前頁図)。本欄で算出する基礎的需給では再投資収益を控除した計数を使用しているため、今後はこうした傾向も基礎的需給が円売り超過となる一因になってくるだろう。いずれにせよ、引き続き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の課題と言える。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦略」ではなく「戦術」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	明らかに開始した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	危う過ぎるヘリマ本議論～円の信託を「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～いよいよ論議が濃い始めた米利上げ～
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)とユーロ相場見通し
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	消費増税先送りど「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ィス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～