

みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 16 日)

円の基礎的需給環境の現状と展望

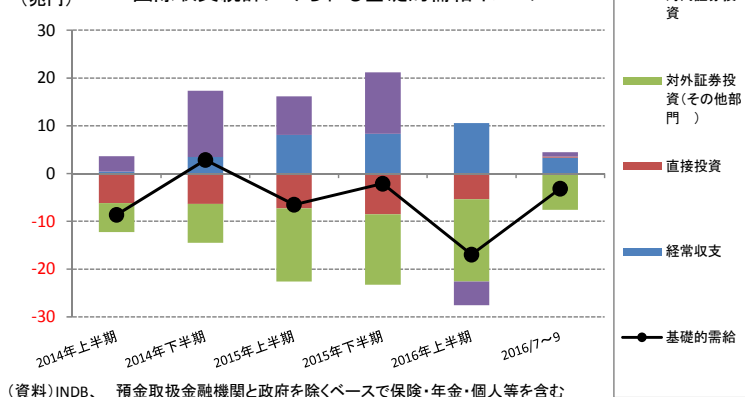
確証のない空想状態の中で、トランプトレードが続けられているが、より地に足が着いた論点として円相場の需給環境を改めて整理しておきたい。今年 1～9 月期の円売り需給は大幅に円売り超過に傾斜しており、内外金融政策格差を背景として対外証券投資が加速した構図が窺える。仮に、トランプノミクスが市場参加者の想定通り、持続的な米金利上昇をもたらした場合、マイナス金利を採用した上で長期金利をゼロ%でペッグしている日本との金利差拡大ペースは他国と比べてひととき速いものになることが予想され、ドル/円相場の上昇を支持するだろう。だが、現段階では財政出動の規模に関し確たることは何も言えず、現時点の金利上昇に確固たる裏づけがあるとは言えないため、やはり危うさは禁じ得ない。17 年も、基礎的需給の鍵を握るのは対外証券投資と見られるが、ドル高に起因する国際金融市場(特に新興国)の混乱が生じた場合、通貨高の按分を引き受けさせられるのは間違いなく円になる。そのリスクを勘案した上で、本邦投資家がどこまで対外的なリスクを取ろうとするのかが 2017 年のポイントだろう。

～空想状態におけるトランプトレード～

為替相場は引き続きトランプ次期大統領の経済政策(以下トランプノミクス)への期待を受けた動きが続いており、ドル/円相場は一時 109.34 円まで上昇している。連日、本欄で議論しているため詳述は避けるが、筆者は「ドル相場は大統領選挙以前から高過ぎであり、米国内外の政治・経済的にこれを許容し続けるのは無理筋」という問題の所在が変わったとは全く思っていない。現状はトランプノミクスに対するユーフォリアに過ぎず、この持続期間を見極めるステージにある。既に米金利急騰とドル高の副作用を懸念する解説はそこかしこに見られ始めており、特に中国を筆頭とする新興国の資金流出は今後大きな問題に発展する可能性がある。騰勢を極めていたドル相場が米金利上昇を背景に続伸するには相当な規模の財政出動を継続的に出し続ける必要があるが、議会との不和が懸念されるトランプ次期大統領が望むだけの財政政策を執行できるのか定かではない。確証のない空想状態の中で、現在のトランプトレードは続けられており、危うさを禁じ得ない。

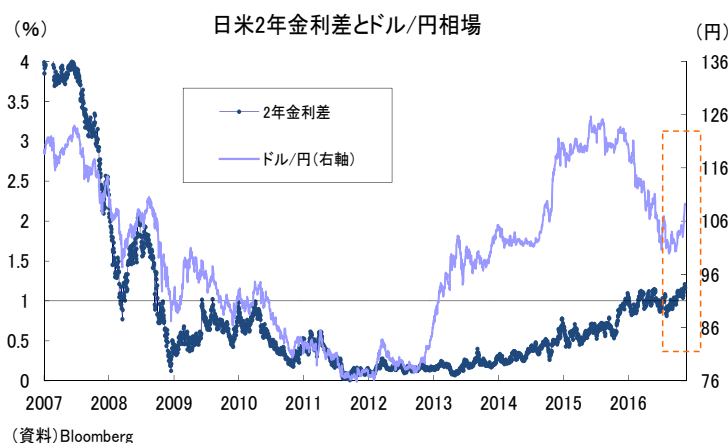
～16 年 9 月までの基礎的需給環境～
空想状態から離れ、より地に足が着いた論点として円相場の需給環境を改めて整理しておきたい。この点、依然として需給環境は円安方向を示唆する状況が続いている。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、現

(兆円) 国際収支統計にみられる基礎的需給イメージ



状況明らかになっている 2016 年 1～9 月分までを合計すると、約 ▲20 兆円の円売り超過となる。これは 2015 年通年の約 ▲12 兆円よりも大きい。前頁図に示されるように、主に対外証券投資にけん引された円売りであり、素直に日米金融政策格差に応じたフローが出ていると言える。常々述べているように、筆者が円高見通しを主張する際、こうした機関投資家を筆頭とする「日本人の円売り(外貨買い)」はやはり非常に大きなリスクだと考えている。

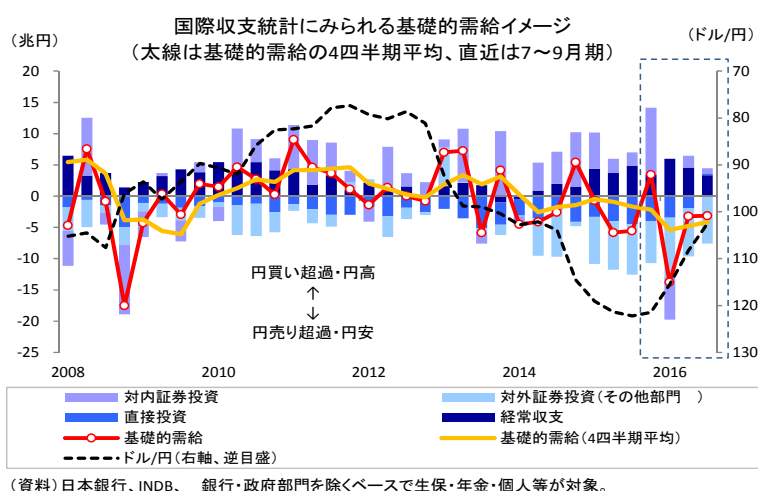
また、仮に、トランプノミクスが市場参加者の想定通り、持続的な米金利上昇をもたらした場合、マイナス金利を採用した上で長期金利をゼロ%でペッグしている日本との金利差拡大ペースは、他国と比べてひときわ速いものになることが予想される。伝統的にドル/円相場と相関が強いことで知られる日米2年金利差を見ると、大統領選終了後はリーマンショック以前の金利差水準を臨む状況にあり(図)、これに応じてドル/円



相場も連騰している。とすれば、現在のドル/円相場の上昇は米金利主導、言い換えればトランプノミクスにおける財政出動の規模に依存しているようにも考えられ、結局はトランプ次期大統領が如何に共和党議会と巧く連携できるかという問題に帰着する。周知の通り、この点にはまだ相当な不透明感があると言わざるを得ず、やはり今のドル/円相場の上昇には確信が持てない。

～基礎的需給とドル/円相場～

金融危機後の基礎的需給とドル/円相場の推移を見たものが右図となる。大まかなイメージではあるが、やはり基礎的需給の方向感とドル/円相場のそれは一致してきた印象はある。だが、2015 年後半以降は基礎的需給の円売り超過が深くなる一方、ドル/円相場が急落している(図中点線四角部分)。これは 2014 年から 2015 年前半にかけて基礎的需給の円売り超過が縮小傾向になる一方、ドル/円相場が急騰したことの裏返しなのだと思う。言い換えれば、2014 年以降のドル/円相場は日米金融政策に対する思惑が最優先され、その背景にある基礎的需給の動向は無視に近い状態だったのかもしれない。要するに、為替市場にとって非常に大きなテーマが浮上している際は基礎的需給の示唆する方向感はいくまで参考程度にしかならないのだろう。2014 年以降はアベノミクス下での日銀の金融政策と正常化プロセスを志向する FRB の金融政策が同時に注目される局面であり、特に、



2016 年に入ってから「FRB がタカかハトか」という論点が相場を規定した。

今後はトランプ次期大統領下での財政・金融・通貨政策の動向が最大のドライバーとなることは確実である。仮に、株高・金利高というリフレトレードが継続する中、本邦の金利だけが人為的に抑制されていることも踏まえれば、対外証券投資の加速がドル/円相場の上昇を支持する構図が続く公算は大きいだろう。しかし、繰り返し論じているように、ドル高それ自体が新興国ひいては国際金融市場のリスクと認識されつつある世相を踏まえると、果たして「米金利上昇→ドル高」という現象が前向きな話と言えるのかは熟慮が必要である。ドル高に起因する国際金融市場の混乱が生じた場合、通貨高の按分を引き受けさせられるのは間違いなく円になるだろう。そのリスクを勘案した上で、本邦投資家がどこまで対外的なリスクを取ろうとするのかが 2017 年のポイントとなる。既に現段階でドル相場の騰勢を心配する声が見られていることを踏まえると、円高への巻き戻しリスクを警戒し、対外証券投資に踏み込めない投資家も相応に多いのではないかと筆者は考えている。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のボリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
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年上半期～
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	「空気を讀まない」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～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
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 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IHICP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