

みずほマーケット・トピック(2017年2月9日)

円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～

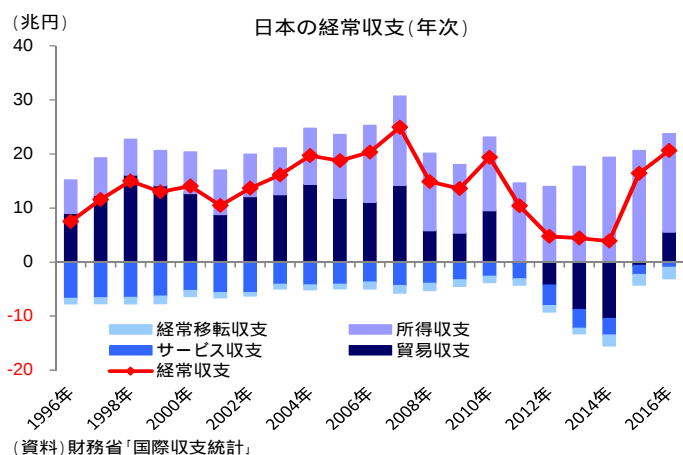
本邦 2016 年通年の国際収支統計を受け、円相場の需給環境に関し定点観測しておきたい。2016 年の経常黒字は+20 兆 6496 億円となり、円安バブルと呼ばれた 2007 年以来、9 年ぶりの大きさに。しかし、これは輸出増加にけん引されたものではなく、商品価格急落によって輸入が急減し、貿易黒字ひいては経常黒字が拡大した結果。商品価格が持ち直している現状を踏まえると、2016 年と同様の構図が 2017 年に実現する可能性は低そう。だが、日米通商関係を巡って神経質なムードが支配している中、「輸出全体が好調ではないにも拘らず、2016 年初めの商品価格急落を背景として貿易黒字は急拡大」という状況は日本にとって都合の悪い結果だろう(トランプ大統領はトップラインである貿易黒字しか注目しまい)。今後の基礎的需給を展望する上では足許で減速感が強まっている対外証券投資の動向に注目。高めの米金利上昇を前提として新年度以降に対外証券投資が加速し、ドル/円相場も上昇するという予想は問題含み。

～円売りで攻めにくいムードが蔓延～

筆者出張中の週初からの為替相場は方向感に欠ける値動きが続いた。だが、ドル/円相場に関して言えば、112 円割れが定着しつつあり、やはり明日 10 日に控えた日米首脳会談を前に円売りでは攻め難いとのムードが蔓延しているように見える。あらゆる材料に反応しやすい為替市場にとって、今回の日米首脳会談は多くの論点を含むが、やはり年初来注目を集めている日米貿易収支の不均衡やその背後にある(トランプ大統領が信じ込んでいる)円相場の動向にどれだけ議論が及ぶかが最大の注目点となる。友好ムードがクローズアップされるほどに円売りが進みやすいだろうが、そもそも購買力平価(現状では 100～105 円)と比較して+20%以上の乖離は歴史的に続くものではない。ドル/円相場のリスクは中長期的に見れば、やはり下方向に広がっていると考えたい。

～都合の悪い黒字～

ところで、昨日は本邦 12 月分の国際収支統計が公表され、2016 年通年の仕上がりが見えてきた。毎月通り、円相場の需給環境について定点観測しておきたい。2016 年の国際収支状況(速報)によると経常収支は原油安を主因とする貿易収支の黒字拡大を背景として前年の+16 兆 4127 億円から+20 兆 6496 億円へと黒字を大幅に拡大している。経常黒字額としては円安バブル(そして「実感なき景気回復」)



と呼ばれた 2007 年(+24 兆 9490 億円)以来の大きさであり、暦年では過去 2 番目の大きさとなる(前頁図)。また、周知の通り、訪日外国人数の増加を背景として旅行収支が過去最大となったことも経常黒字の押上げに寄与している。

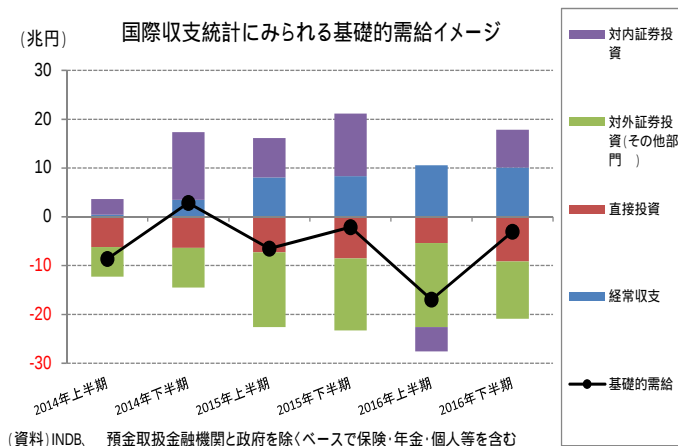
具体的に構成項目を見ると、貿易収支は前年の▲6288 億円の赤字から+5 兆 5793 億円へ転換しており、これが前年差約+4 兆円の経常黒字拡大の主因となっている。しかし、貿易黒字の拡大は(トランプ大統領が主張するような)円安による輸出加速ではなく、原油や液化天然ガス(LNG)といった鉱物性燃料の価格下落に起因した輸入急減によりもたらされたものである。輸出全体では前年比▲8.5%減少したが、輸入全体では同▲16.6%と倍以上のペースで減少しており、その結果として黒字が急拡大しているに過ぎない。また、1 月 25 日に公表された通関ベースの貿易統計でも明らかになっていたように、財別で見ても、足許で注目される自動車を中心とする輸送用機器の輸出は全体で前年比▲4.4%と減少しており、懸案の対米国向けでも同▲1.6%と減少している。だが一方で、輸入においては原油及び粗油を含む鉱物性燃料で同▲33.9%となっており、これが輸入全体の減少幅の半分(寄与度でみれば▲7.9%ポイント)に及んでいる。商品価格急落がもたらした貿易黒字ひいては経常黒字の拡大と言って差し支えない。

少なくとも、商品価格が持ち直している現状を踏まえると、2016 年と同様の構図で貿易収支が拡大する動きは今後難しいと思われるが、日米通商関係を巡って神経質なムードが支配している以上、「自動車を含め、輸出全体が好調ではないにも拘らず、2016 年初めの商品価格急落を背景として貿易黒字は急拡大」という事実は日本にとって非常に都合の悪い結果と言える(残念ながら、トランプ大統領はトップラインである貿易黒字しか注目しないだろう)。

なお、貿易収支以外ではサービス収支が▲9748 億円の赤字となり、前年の▲1 兆 6784 億円から大幅減少したことも経常黒字の押上げに寄与した(サービス収支の赤字額としては 1985 年以降で最少)。これは旅行収支が+1 兆 3391 億円の黒字と、比較可能な 1996 年以降で過去最大を記録したことによるものである。だが、方々で報じられているように、中国経済の停滞やこれに付随する人民元安などを背景として訪日中国人による旺盛な消費意欲(いわゆる爆買い)は衰えが指摘されている¹。この点からも経常黒字は 2016 年で一旦ピークアウトするように思われる。

～基礎的需給の現状～

こうした結果を受けて、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)を見ると、2016 年の基礎的需給の合計は約▲20 兆円の円売り超過となる。これは 2015 年通年で記録した円売り超過(約▲12 兆円)の倍近いイメージである。しかし、図示されるように、上半期に比べれば下半期の円売りは急減速し



¹ 余談だが、筆者は週初(2/6～8)から西日本(名古屋～神戸～高松)を出張したが、宿泊価格は前年と比較して大きく押さえられているように感じた。特に強く感じた神戸のホテルでスタッフに尋ねたところ、やはり中国人利用者の減少は肌で感じているとのことであった。

ており、この背景には経常黒字の拡大、対内証券投資の拡大、対外証券投資の減速があった。経常黒字の拡大は上述した通りであり、主として商品価格の下落の裏返しでもある。また、対内証券投資は上半期と比べれば拡大しているものの、その規模は例年並みであり、特別な動きとは言えない。となると、下半期で目につくのはやはり対外証券投資の減速であり、下半期に見られた▲11兆7327億円の買い越しは半期ベースでは2014年下半年以来、4期ぶりの低水準となる。米大統領選挙を境として米金利が急騰したにも拘らず下半期に対外証券投資が減速したのは、短期間の金利上昇によりポートフォリオが毀損し、リスク許容度が縮小したと考えるのが妥当だろう。

～基礎的需給の展望～

基礎的需給環境の展望を総括すれば、経常黒字の拡大ペースに関しては商品価格の底打ちやトランプ政権下での日米通商関係を踏まえれば、2017年以降は一旦小康を得る可能性が高い。この点、需給面での円買いの勢いは前年比で衰えてくる可能性もある。とはいえ、事業法人に関しては、ドル/円相場が現水準付近で推移して新年度を迎えれば、輸出・輸入企業共に想定レートを引き上げる向きが目立ってくるだろう。日銀短観12月調査における大企業・製造業の想定レートは下期「103.36円」であり、さすがに上方修正は必至と思われる。計画変更に伴って「売れる外貨エクスポージャー」も増えてくる可能性があるのだとすれば、目先では2016年にかけて積み上がった経常黒字が2017年に円高圧力となる展開を想定したい。

一方、これまで円売りを主導してきた対外証券投資に関しては、新年度以降、機関投資家が投資計画における想定為替レートを修正して、110円以上のドル/円相場について積極的にリスクテイクしてくるかが注目される。しかし、筆者の肌感覚では機関投資家の多くは110円以上を「高値」と捉える向きも多いように見受けられ、「これ(110円)を割ってくれば機動的に動きたい」という本音も見え隠れする。また、「日米金利差拡大→対外証券投資拡大→ドル/円上昇」という円安をもたらす伝統的な経路はトランプ大統領の金融政策批判に怯える状況ではあまり追求できるものではない。日銀によるイールド・カーブ・コントロール(YCC)の下で人為的に日米金利差が拡大していることが円売りの主因と指差された場合、それ自体が一定の事実である以上、巧い言い訳は難しい。大統領選以降で実現された高めの米金利上昇を前提として新年度以降に対外証券投資が加速し、ドル/円相場も上昇するという予想は色々と問題含みである。

もちろん、直接投資は為替に振られない企業戦略として引き続き相応の規模が確認され続けられることから、基礎的需給全体における円売り超過は2017年も続く公算が大きい。だが、それをもって円安・ドル高基調が加速するかどうかは、経常黒字の先行き次第である。世界経済の軟調を背景に商品価格の戻りもそれほど強くなさそうであることを思えば、経常黒字はさほど減らず、だとすれば明確な円売り需給への傾きも生じないのではないかと。需給が売買拮抗する中で一段と米国の通貨・通商政策という定性的要因の影響が大きくなっていくように思われる。

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。

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
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオベ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一端だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/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	世界にとっ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?～