みずほマーケット・トピック（2017年2月14日）

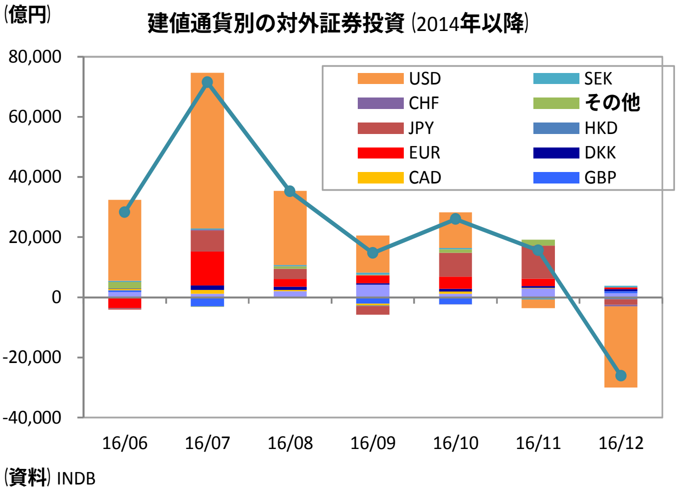
ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～

日米首脳会談を一応の成功と見なし、円売り・ドル買いの再開を1つのテーマとして推奨するような解説が散見されたが、その勢いは早くも失われている。トランプ大統領の為替相場に対する問題意識が現段階で大きく変わったとは思えず、ドル買いで攻め切るには材料不足と言うのが実情。実際、昨年11月以降で米10年金利は約+70～80ベーシスポイントも急騰し、現状も高止まりしているが、本邦からの対外証券投資が加速する動きは全く確認されていない。12月のドル建て対外証券投資は▲2兆7007億円と現行統計開始以来では最大の売り越しを記録しており、1月分の対外証券投資全体を見ても約▲1兆円の売り越しとなっている。トランプラリーに乗り遅れまいとする雰囲気は今年に入ってからも感じられない。ひとえに、この米金利上昇の持続性を信じられない投資家の方が多いのではないか。過去2年間、対外証券投資にけん引される格好で円売り超過が続いてきた円の基礎的需給環境にとっても大きな論点である。

～米金利上昇を信じられない市場～

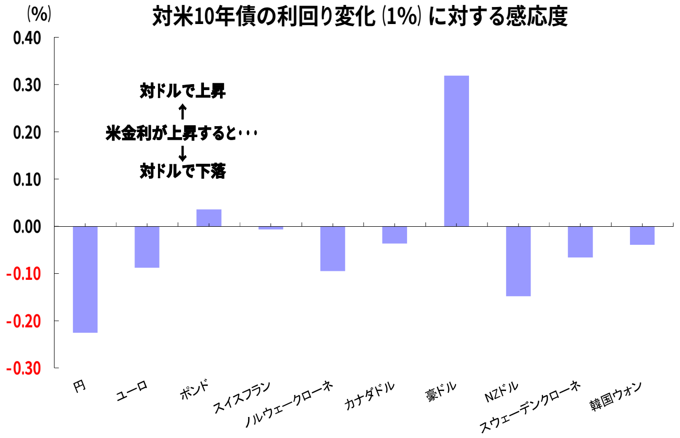
先週末から昨日の東京時間午前にかけての為替市場では先週10日の日米首脳会談を一応の成功と見なし、円売り・ドル買いの再開を1つのテーマとして推奨するような解説が散見されたが、その勢いは早くも失われている。昨日の欧州勢参入前後（日本時間15～16時頃）からドル/円相場は反転しており、一時113.50円を割り込む動きが見られた。昨日の本欄でも論じたように、トランプ大統領の為替相場に対する問題意識、砕けた言い方をすれば「他国通貨安憎し」という感情が現段階で大きく変わったとは思えず、ドル買いで攻め切るには材料不足と言うのが実情だろう。

実際、昨年11月以降で米10年金利は約+70～80ベーシスポイントも急騰し、現状も高止まりしているが、本邦からの対外証券投資が加速する動きは全く確認されていない。先週8日に発表された国際収支統計に関し、建値通貨別の対外証券投資に目をやると（図）、12月のドル建て対外証券投資は▲2兆7007億円と現行統計開始以来では最大の売り越しを記録している（なお、11月も▲2833億円と売り越しであった）。また、国際収支統計と合わせて公表された今年1月分の『対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）』を見ても、対外証券投資は約▲1兆円の売り越しであり、トランプラリーに乗り遅れまいとする雰囲気は今年に入ってからも感じられない。むしろ、この米金利上昇の持続性を信じられない投資家の方が多いのではないか。

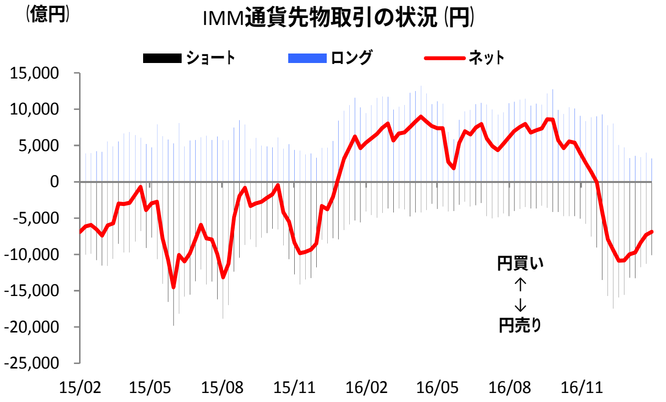


(資料) INDB

～「トランプ政権下でのドル買いは危険」～



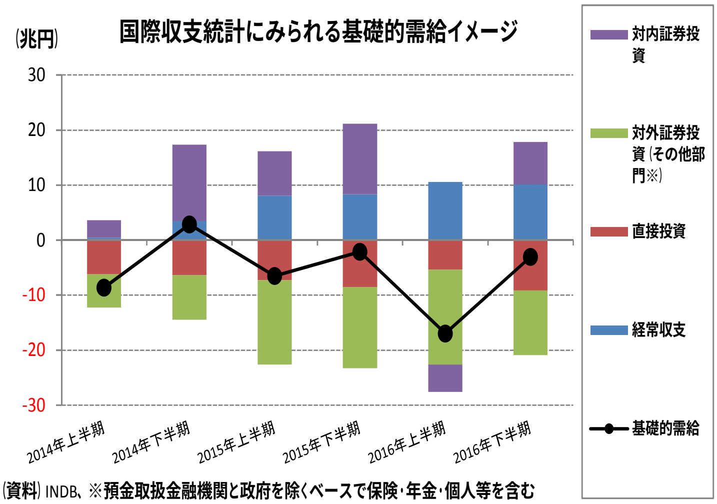
（資料）Bloomberg、過去1年に関して週次データで推計



（資料）Bloomberg

だが、為替市場でいち早くトランプラリーに乗じた円売りが発生したのも事実ではある。それは結局、投機主導の動きに過ぎなかったということなのだろう。過去の本欄でも論じたように、昨年 11 月以降のトランプラリーとも言える米金利上昇に最も鋭く反応したのが円であった（右図・上）。先週来、トランプ大統領の経済政策（トランプノミクス）における大型減税政策への期待を受けてドル/円相場が持ち直しているのは従前の傾向通りの動きではある。だが、本当に市場が期待するほどの規模、内容、時期をもって拡張財政が行われるのかは定かではない。結局、大統領選挙後こそ、トランプラリーの勢いに乗って投機的な円売りが進んだものの（右図・下）、本邦機関投資家を含むリアルマネーは距離を置く状況が続いていると言える。なお、投機筋による円ショートポジションも年初来で明らかに解消方向に向かっており、まだ解消余地はありそうに見受けられる。目先のリスクはやはり円高方向という印象は拭えない。米金利上昇に最も感応的に売られた以上、米金利低下に最も感応的に買われる可能性はあるだろう。なお、比較的長期の資金を扱う機関投資家からすれば、金利急騰リスクによるポートフォリオの毀損も敬遠されるところだが、財政出動が期待外れの内容に着地し為替がドル安に振れることもリスクとなる。結局、彼らの立場に照らせば、「トランプ政権下でのドル買いは危険」という結論に落ち着きやすい状況と思われる。

～円売り超過の需給が変わるか？～



（資料）INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

先週の本欄 2017 年 2 月 9 日号『円相場の基礎的需給環境～2016 年国際収支を受けて～』でも述べたように、過去 2 年、本邦から海外への対外証券投資は円相場の基礎的需給を考える上で最重要項目であった。具体的には、日米金融政策格差の拡大に応じた旺盛な対外証券投資が国際収支統計から推測される円の基礎的需給環境（図）を円売り超過に固定していたという構図があった。2014 年以

降、原油価格急落を背景に経常黒字が劇的に増加したにも拘らず、円売り超過の状況が続いたのはそれを上回る対外証券投資の増加があったからである。

しかし、上述したように、現状では米金利が急騰し、その持続可能性に疑義が抱かれるような状況にある。必然的に米国債を筆頭とするドル建て資産へ食指が動かない可能性は想定せざるを得ない（現に 1 月まではそうなっている）。2017 年は過去 2 年に見られたほどの対外証券投資の勢いが期待できないのだとすれば、それは基礎的需給全体における円売りの勢いが決定的に後退することを意味し、それはドル/円相場の上昇を難しくする要因になり得る。昨年を振り返れば、マイナス金利環境が定着する一方、FRB の利上げ路線が緩やかに進む状況があって、オープン外債を検討する筋合いがあった（恐らくそれが昨年、100 円割れ定着を阻んだ一因だったのだろう）。トランプ政権の下でのドル安志向に加えて、需給環境まで円高・ドル安に傾斜してくる可能性が見え始めていることは、見通し作成上、極めて重要な論点と言える。

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に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13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版（再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～）
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～
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ペ見送り～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～「熱する前に冷やす」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	トランプノ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（トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～）
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～格差は拡大の一途だが～
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～レーガノミクスとの比較～
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ポリシーミックス～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～②
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のテーパリング観測～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