

みずほマーケット・トピック(2017年3月14日)

円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～

米金融政策においてタカ派色が強まる動きとは裏腹に、今後の円相場の基礎的需給環境の展望はどちらかと言えば円買い方向。2015年から2016年にかけて基礎的需給は円売りに傾斜したが、これは本邦への対内証券投資(特に株式・投資ファンド持分)で買い越しが急減したことによる消極的なものであり、本邦投資家のリスクテイクが加速したからではない。1ドル110円以上のドル/円相場に対する高値警戒感が払拭されたとは思えず、トランプ米大統領の通貨・通商政策がドル安・保護主義を志向する状況から大きく変わったわけでもない。この上、本邦の金融監督当局が対外証券投資をリスク視する風潮も取り沙汰されており、今後、対外証券投資の取り巻く環境は窮屈なものになりそう。2014年以降続いてきた基礎的需給の大幅な円売り超過は、これを支えてきた対外証券投資が縮小する格好で曲がり角を迎える可能性も。

～力業の利上げ織り込みは続かず～

昨日の為替相場は小動きの展開で、FOMCを前に積極的な売買が手控えられているように見受けられる。2月以降に強まってきたFRB高官によるタカ派寄りの情報発信を受けて市場の利上げ織り込みは年3回まで進んでいる。だが、昨日の本欄でも述べたように、純粋に経済指標を見て判断した結果と言うよりもFRBが力業で織り込ませにいった結果であり、その持続性に筆者は自信が持てない。論点は相変わらず、金利とドルの急騰を背景とする引き締め圧力に米経済が耐えられるかであり、耐えるためには相応の拡張財政が必要と考えられる。しかし、続報は全く見えてこない。

～米金融政策とそぐわない円の基礎的需給環境～

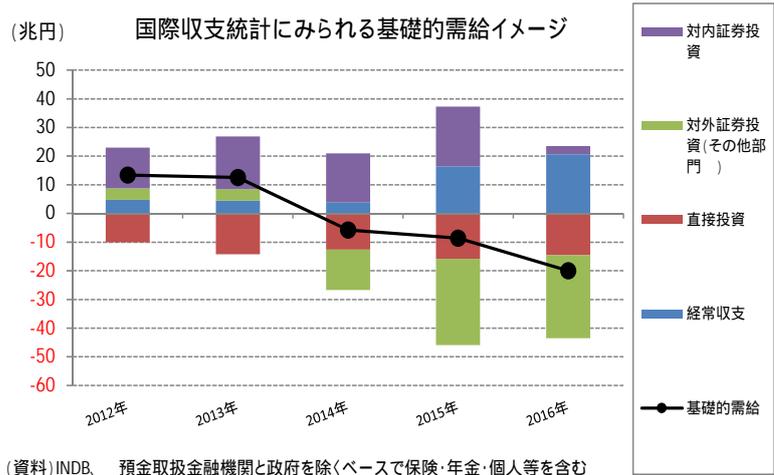
ところで、米金融政策においてタカ派色が強まる動きとは裏腹に、今後の円相場の基礎的需給環境の展望はどちらかと言えば円買い方向に振れている。先週8日に公表された本邦1月分の国際収支統計によれば、1月の経常黒字は+655億円と2年半ぶりの低水準となった。主として中国の春節を前に輸出を控える動きが広がったほか、原油価格の底打ちなどを受けて輸入が増加したことも影響し貿易収支が1年ぶりの赤字に転じたことが経常黒字を押し下げた(なお、経常収支が前年同月を下回ったのは昨年5月以来、8か月ぶり)。1月分に関しては、季節性が強い上、まだ1か月分ということも踏まえれば、現状から2017年の先行きを占うのは難しい。だが、前年比で見て、原油価格が2016年ほど落ち込むことは考えにくく、これまで見られてきたような「輸入急減→貿易黒字急増」という構図はさほど期待できそうにない。貿易黒字は2016年をピークに減少へ向かおう。

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、次頁図)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っており、これは2015年通年で記録した円売り超過(約▲12兆円)の倍近いイメージとなった。だが、図示されるように、この動きは対外証券投資や対外直接投資の加速、ないし経常収支の黒字縮小といった動きに裏付けられたもので

はなく、2017 年においてはやや異なった展開が生じる可能性を感じさせる。項目別に見ていけば、2015 年から 2016 年にかけて対外証券投資も対外直接投資も僅かに縮小し円買い方向の動きに寄与しており、經常収支に関しては黒字が拡大している(対外証券投資が前年比で減少したのは2013年以來、3年ぶり)。

昨年(2016年)の円相場の基礎的需給環境において円売り超過を拡大させた主

因はひとえに海外から日本への対内証券投資(特に株式・投資ファンド持分)で買い越しが急減したことによる消極的なものであり、本邦投資家のリスクテイクが加速したからではない。



～対外証券投資は曲がり角を迎えるのか～

毎月の本欄で議論しているように基礎的需給環境の帰趨を握るのはやはり対外証券投資である。この点、筆者は「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こと」、「『日米金利差拡大→対外証券投資拡大→ドル/円上昇』という伝統的な円安経路はトランプ米大統領の金融政策批判に怯える状況では追求できるものではないこと」などを理由に2017年はどちらかと言えば基礎的需給が円買い方向へ傾斜する展開を予想してきた。このような見方はFRBのタカ派姿勢が強まる現状でも色褪せることがない重要な論点と考えられる。また、米金利のイールドカーブがベアフラット化した状態を見る限り(図)、本邦勢に限らず、多くの投資家は米国の連続的な利上げを信じていないように見える。



こうした材料に加え、ここにきて看過できない動きも浮上している。先週来報じられている通り、金融庁が本邦の地方銀行に対して運用部門を念頭に置いた特別検査を実施することが耳目を集めている。マイナス金利政策などを受けて投資妙味を失った日本国債の代替として外国債券への投資が拡大している風潮を警戒する動きであるという。昨年来の米金利急騰の結果、含み損(ないし実際の損失)を抱えている金融機関は多いと見受けられ、これが昨年11月以降の本邦の対外証券投資における大幅売り越しに繋がってきたであろうことは本欄でも繰り返し議論してきた。特別検査の是非には様々な議論があろうが、このまま外債運用をリスク視する風潮が定着していけば、本邦の機関投資家が対外投資を行う環境は確実に窮屈なものになっていくのは確かだろう。

こうした材料に加え、ここにきて看過できない動きも浮上している。先週来報じられている通り、金融庁が本邦の地方銀行に対して運用部門を念頭に置いた特別検査を実施することが耳目を集めている。マイナス金利政策などを受けて投資妙味を失った日本国債の代替として外国債券への投資が拡大している風潮を警戒する動きであるという。昨年来の米金利急騰の結果、含み損(ないし実際の損失)を抱えている金融機関は多いと見受けられ、これが昨年11月以降の本邦の対外証券投資における大幅売り越しに繋がってきたであろうことは本欄でも繰り返し議論してきた。特別検査の是非には様々な議論があろうが、このまま外債運用をリスク視する風潮が定着していけば、本邦の機関投資家が対外投資を行う環境は確実に窮屈なものになっていくのは確かだろう。

ドル/円相場は既に購買力平価(PPP)に照らして十分に高く、トランプ大統領の通貨・通商政策

がドル安・保護主義を志向する状況から大きく変わったわけでもない。この上で本邦の金融監督当局が監視を強める姿勢を取るのだとすれば、今後、対外証券投資が減少することはあっても加速することは難しいと考えるのが自然である。2014年以降続いてきた基礎的需給の大幅な円売り超過は、これを支えてきた対外証券投資が縮小する格好で曲がり角を迎えるのではないか。

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3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPF)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全(変わらず)～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ圏の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不快感～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
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～
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	円相場を基礎的需給環境～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	日銀による国債買入れ才へ見送り～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、為替相場の動所～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～
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～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場～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ニクス～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直しへの影響
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～ドル高急避変わらず～
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	ハートルが上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直し～)
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～