

みずほマーケット・トピック(2017年4月11日)

円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～

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)を見ると、2017年1～2月合計の基礎的需給は約+4.2兆円の円買い超過となっており、前年同期(約8.6兆円の円売り超過)に比べ大分景色が変わっている。こうした状況は主として対外証券投資の減速に引きずられたものである。2017年の基礎的需給は「経常黒字縮小による円買いの後退」と「対外証券投資縮小による円売りの後退」について、どちらの影響力が強いのが重要な論点になりそうであり、筆者は後者の影響を重く見ている。なお、昨年11月以降で続いてきた対外証券投資の売り越しがドル/円のベシスコストがタイト化(低下)する一因となった可能性は否定できない。また、タイト化自体がオープン外債ではなくヘッジ付き外債への投資妙味を増す一因になる可能性もあり、総じて基礎的需給が円安ではなく円高を支持する状況を想定したい。

～ 共和党主流派に収斂するトランプノミクス～

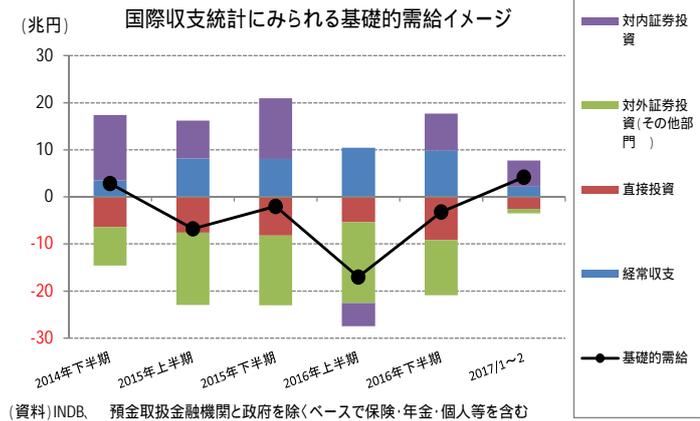
昨日の為替市場ではドル相場が軟化する展開。ミシガン州で行われたイエレンFRB議長の講演は引き続き正常化志向の強さが目立つものだったが、これを受けて積極的にドルを買い求めるようなムードはない。特に、ドル/円相場に関しては米軍によるシリア攻撃や北朝鮮有事を警戒し、円ショートで攻めるようなムードは薄く、本日東京時間は昨日につけた月中高値(111.59円)から1円近く値を下げている。また、トランプ政権において極端な思想を持つ閣僚が辞任し、トランプノミクスが共和党主流派に収斂しつつあるとの論評も目立つようになってきた。だとすれば、拡張財政路線も修正されるはずであり、同時にこれを当て込んだ米金利とドルの上昇も修正が免れないだろう。

～ 17年の基礎的需給環境における重要論点～

ところで、昨日は本邦2月国際収支統計が公表されているので、毎月通り、円相場の基礎的需給環境を定点観測しておきたい。本邦2月の国際収支統計によれば、経常収支は+2兆8136億円の黒字となり、2月としては過去最大となった。とはいえ、これは中国の春節(旧正月)明けの反動を受けた動きであり、中国・アジア向けの輸出が増加したことに影響されている。前回1月の経常黒字は春節の影響を受けて輸出を控える動きが拡がり、2年半ぶりの低水準だったことを思い返したい。過去の本欄でも述べたように、原油価格が2016年ほど落ち込むことは考えにくい以上、過去1年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。貿易黒字ひいては経常黒字は2016年をピークに減少へ向かう公算が大きいだろう。

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、2017年1～2月合計の基礎的需給は約+4.2兆円の円買い超過となっており、前年同期(約8.6

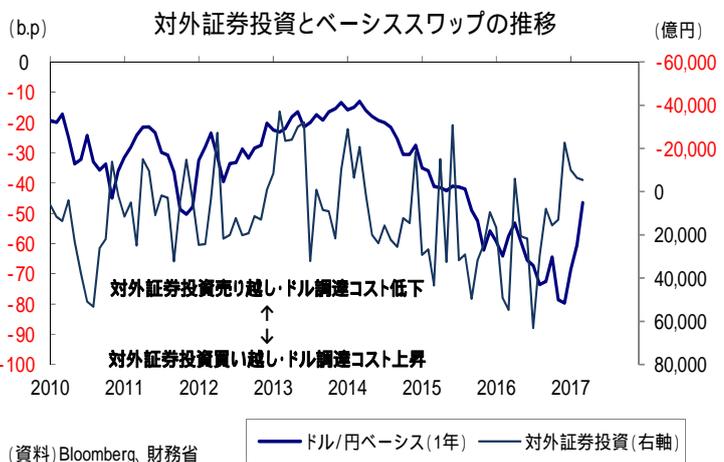
兆円の円売り超過)とは大分景色が変わっている。もちろん、トランプ米大統領就任を挟んだ特殊な時期であることや上述したような春節絡みで経常収支が振れやすい時期であることを踏まえれば、現時点での円買い超過を拡大解釈するべきではない。だが、本欄で繰り返し強調しているように、やはり「日米金融政策格差の拡大を背景に**対外証券投資が加速し続ける**」という過去3年の傾向は2017



年度に1つの節目を迎える可能性が高いと考えたい。確かにFRBの正常化プロセスは順調に進んでおり、年内にバランスシート縮小議論まで及びそうなことは当初の市場想定よりもタカ派な状況と言える。しかし、ドル相場はこれに殆ど反応していない。結局、利上げやバランスシート縮小の「有無」ではなく、そうした正常化に至るための「理由」を市場参加者は注目しているのだろう。本当に経済・金融の地力の強さが信じられているのだとしたら、市場はドル買いを進めるはずである。昨年11月以降はトランプ政権における拡張財政がその根拠になっていたが、今やそれも疑わしいものになってしまっている。2017年の基礎的需給は「経常黒字縮小による円買いの後退」と「対外証券投資縮小による円売りの後退」について、どちらの影響力が強いのかが重要な論点になりそうであり、筆者は後者の影響を重く見ている。

～ ベーシススワップと対外証券投資、基礎的需給 ～

対外証券投資との関連では、2014年半ば以降にワイド化してきたドル/円のベーシススワップが昨年末以降、急速にタイト化している動きが注目される(ドル調達プレミアムに関し、ワイド化は上昇、タイト化は低下を意味する、図)。ワイド化の背景については各種規制対応や本邦金融機関の外貨調達、事業法人による海外企業買収などが原因として指摘されてきたが、これらと並列して大きな影響をもたらしたと言われるのが本邦機関投資家の外債投資に伴うドル調達ニーズの高まりであった。図示されるように、対外証券投資は2014年以降、買い越しが積み上がり、これに伴うヘッジニーズがベーシスのワイド化に寄与してきた面はありそうである。



だが、昨年11月以降のトランプラリーに乗じて発生した米金利とドルの急騰を受けて買い越しは売り越しに一転し、週間ベースで見れば、今年3月末になって漸く買い越しの動きが見られ始めたばかりである(恐らくこれは期末・期初に絡んだポジション調整であり、基調の変化と考えるのは尚早である)。こうした昨年11月以降の対外証券投資の売り越しがベーシスタイト化の一因となった

可能性は否定できない。また、最近で言えば、3月初めに金融庁が外債を多額に保有する地銀に対し特別検査を実施する方針が報じられたことも外債投資を抑制する材料と考えられ、ベースタイト化の一因となっている可能性はある。

為替相場に対する影響という意味では、ベーススワイド化が極まっていた昨年において「ヘッジ付外債投資の妙味が失われる。かといって本邦のマイナス金利環境もあって円建て資産も難しい。消去法的にオープン外債への投資が増える」との見方もあった。しかし、足許のタイト化傾向を踏まえれば、ヘッジ付外債を避ける必要もなくなる。さらに言えば、昨年9月、総括的検証を経てイーロドカーブ・コントロール(YCC)が導入されたことで、「量」への固執(日銀による国債買い占め)が緩和していることを踏まえれば、本邦機関投資家における日本国債離れも昨年よりは穏やかな動きになるかもしれない。もちろん、ベースがタイト化したことで「ドルを潤沢に保有する投資家はマイナス金利の日本国債でも高利回りを確保できる」という投資環境にも変化が生じるため、本欄で注目する基礎的需給上では対内証券投資の縮小を通じて円高圧力が後退する側面もある。とはいえ、前頁図に示されるように、過去3年の基礎的需給が対外証券投資の規模に左右されきたのは事実である。この点、対外証券投資にブレーキがかかる可能性が高そうな2017年度は過去3年と比較すれば、円売り超過が目立たない年になるというのが筆者の基本認識である。

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、确实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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～プレイナーからカシユカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の奇立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
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～
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～問題の所在は全く変わらず～)
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～ユーロ安の底流にあるもの～
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自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長証言を受けて～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～円高警戒は解かず～
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」の板軸？～
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～)
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	トランプノミッ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(トランプノミッ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ドル高相場～レーガノミックスとの比較～
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	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関する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～もう舞台上に立ちたくない～
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