

みずほマーケット・トピック(2017 年 5 月 11 日)

円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～

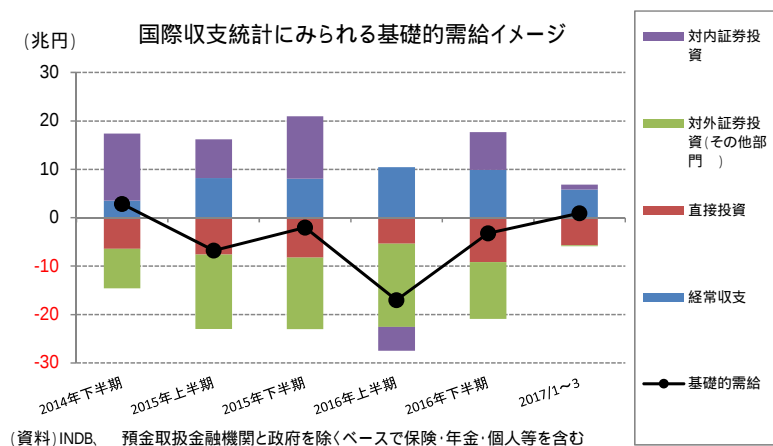
本邦3月国際収支統計を受けて、円相場の基礎的需給環境を定点観測。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を見ると、2017 年 1～3 月合計の基礎的需給は約+9406 億円の円買い超過となっており、前年同期(約▲13.8 兆円の円売り超過)とは景色が様変わりしている。また、2016 年 10～12 月期の基礎的需給は約+3.2 兆円だったことを踏まえれば、これで2 四半期連続の円買い超過となるが、こうした動きは2013 年 1～3 月期・4～6 月期以来、約 4 年ぶり。足許では円売り要因としての対外証券投資の存在感は消えてしまっており、経常黒字と直接投資が相殺し合う結果、概ね均衡というイメージに。1 年の 4 分の 1 が終わった程度だが、過去 3 年とは為替予想の前提となる需給環境が大きく変わってきていることは留意したい。足許で耳目を集める VIX 指数の歴史的低下は円売り・外貨買いに適した投資環境を示唆するが、安定し過ぎた状況の次の展開は不安定しかない。むしろ、この期に及んでも対外証券投資がさほど出ていないことの意味を考えたい。

～問題の所在は変わっていない～

昨日の為替市場でも米利上げ観測を背景としたドル買いが継続しており、ドル/円相場は直近高値圏で推移している。FBI 長官の突然の解任を受けて国内外の批判が強まり、元より巧くいっていない政権運営が行き詰るのではないかという疑念はもっと意識されても良いと思われるが、今のところ為替市場ではさほど材料視されていない。後述するように、歴史的な VIX 指数の低下がリスクテイクを促しやすいムードも広がっており、ドル/円相場の上昇を予想する声も増えている模様である。だが、ドル相場が歴史的に見ても高水準に達しており、しかもそれをトランプ政権が看過しないであろうという問題の所在は全く変わっていない。筆者は引き続き、ドル相場の調整を予想する。

～基礎的需給環境は様変わり～

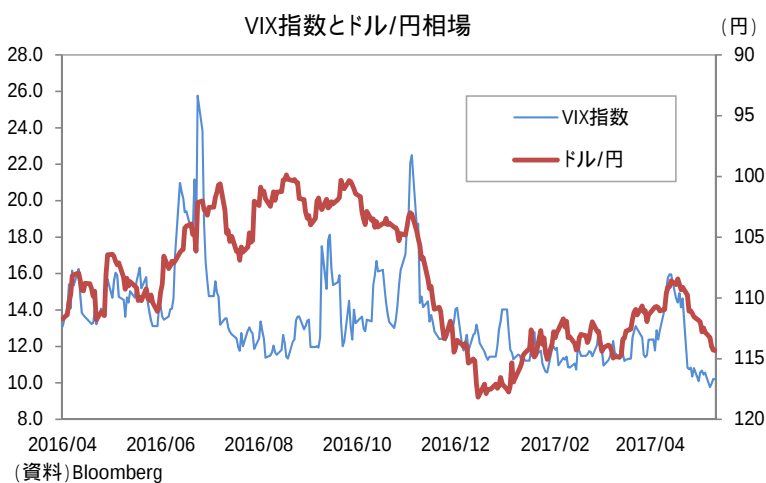
ところで、本日は本邦 3 月国際収支統計が公表されているので、毎月通り、円相場の基礎的需給環境を定点観測しておきたい。本邦 3 月の国際収支統計によれば、経常収支は+2 兆 9077 億円だった。2016 年度としては+20 兆 1990 億円となり、2007 年度(+24 兆 3376 億円)以来、9 年ぶりの高水準という仕上がりになっている。1～3 月期だけで見れば+5 兆 7869 億円とこれも 4 四半期ぶりの高水準となる。本欄で円相



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、前頁図)を見ると、2017 年 1～3 月合計の基礎的需給は約+9406 億円の円買い超過となっており、前年同期(約▲13.8 兆円の円売り超過)とは景色が様変わりしている。また、2016 年 10～12 月期の基礎的需給は約+3.2 兆円だったことを踏まえれば、これで 2 四半期連続の円買い超過となるが、こうした動きは 2013 年 1～3 月期・4～6 月期以来、約 4 年ぶりである。図にも示されるように、足許では円売り要因としての対外証券投資の存在感は消えてしまっており、経常黒字と直接投資が相殺し合う結果、概ね均衡というイメージにある。1 年の 4 分の 1 が終わった程度だが、過去 3 年とは為替予想の前提となる需給環境が大きく変わってきていることは留意したい。

～VIX 歴史的低下でも対外証券投資は出ず～

例年、対外直接投資は大きく振れを伴うわけではないため、今年も前年並みだと仮定すれば、やはり基礎的需給環境の帰趨を握るのはやはり経常黒字と対外証券投資の先行きとなる。この点、本欄ではドル/円相場の 110 円以上に関しては高値と捉える機関投資家が多いと考え、さほど積極的な対外証券投資の買い越しは想定出来ないと考えきた。現状、そうした想定からは大きく乖離しない動きが続いていると



言えるだろう。足許で耳目を集める VIX 指数の歴史的低下は円売り・外貨買いに適した投資環境を示唆するが、安定し過ぎた状況の次の展開は不安定しかない。むしろ、この期に及んでも対外証券投資がさほど出ていないことの意味を考えたいところである。

また、国内に目をやれば、4 月に入り公表されている本邦の大手生命保険会社の 2017 年度運用計画を見る限りヘッジなしを含めた外債投資の意思は見受けられるが、110 円を超える水準でも積極的に為替リスクを取りたいと考える向きは少数派ではないか。また、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たように、対外リスクテイクに対する政治的な目線も気にせざるを得ない状況も影響するだろう。

斯かる状況下、対外証券投資が退潮となれば、原油価格低迷により膨らむ経常黒字の存在感が相対的に増すことになる。少なくとも 1～3 月期を終えた基礎的需給からはそのような構図が強まっていくことで、ドル/円相場が上がりにくい土壌が形成されつつある様子が窺える。過去 3 年で目にしてきた景色とは様変わりしている以上、ドル/円相場への含意も真摯に検討したい。

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5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
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～
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～ブレイナードからカシカリへ～
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～内政の苛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讀むか～FOMCの前に～
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(PSPP)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信心～)
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	トランプノミクスと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