みずほマーケット・トピック（2017 年 6 月 22 日）

対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～

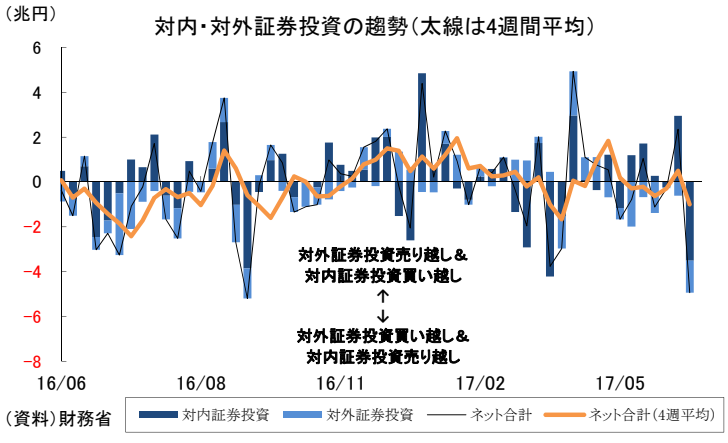
本日財務省より公表された「対外及び対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」によれば、6 月 11 日から 17 日までの 1 週間に関し、対外・対内証券投資をネットアウトした結果は▲4 兆 9323 億円と 2016 年 9 月 23 日以来の大幅な資本純流出。円相場の需給の鍵を握るのは対外証券投資だが、米大統領選挙以降の規模感をチェックしてみると、昨年 11 月から今年 4 月の 6 か月間で売り越しされた対外証券投資の合計額が+6 兆 4961 億円であったのに対し、5 月から 6 月中旬（17 日まで）の買い越し額は▲6 兆 6429 億円とほぼ並んでいる。この点、トランプトレードがリセットされたと見ることもでき、ここから先、同様の勢いをもって買い越しが維持されるのか注目したい。「利上げをすると言っている通貨を売りにくい」と悩む投資家は多いかもしれないが、年初来で FRB がタカ派傾斜を強めているにもかかわらず、米金利およびドルは上がっていないどころか下がっているという事実をやはり重くみたい。

～警戒される BOE の自傷行為～

昨日の為替相場ではイングランド銀行（BOE）のホールデン委員が年内後半の利上げを支持する公算が大きいとの考えを示したことで、ポンド/ドルは 1.25 台から 1.27 台まで急騰している。想定以上のインフレを見越したタカ派傾斜と見られるが、通貨安経由のインフレを利上げで止めようとする政策運営は得てして実体経済の首を絞めることに繋がりやすく、最終的に利下げに引き戻されるケースも珍しくない。特に英国の現状を踏まえれば、EU 離脱を巡る道筋が不透明である以前に交渉に臨む自国の政権がどうなるかも定かではない。与党・保守党が閣外協力を模索する北アイルランドの地域政党、民主統一党（DUP）との合意についても事態が難航しているとの報道が見られている。仮に、協力を取り付けられなければ、メイ英首相の退陣も視野に入る。かかる状況下、家計・企業の消費・投資も盛り上がりにくいと考えるのが自然だろう。そうした状況において行われる BOE の利上げが英国経済にとって自傷行為となる展開を筆者は警戒したい。

～リセットされたトランプトレード～

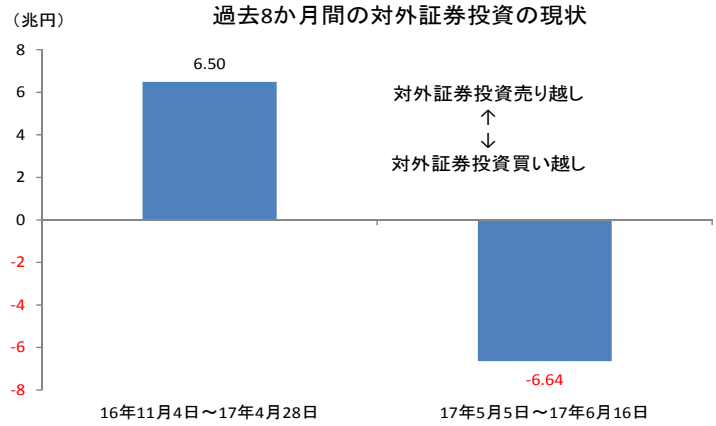
ところで本日財務省より公表された「対外及び対内証券投資売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」では引き続き本邦から海外への対外証券投資に関し、大幅な買い越しが確認された。6 月 11 日から 17 日までの 1 週間について、対外証券投資は中長期債が▲1 兆 901 億円、株式・投資ファンド持分が▲



（資料）財務省

3671 億円の買い越し、短期債が+276 億円の売り越しとなり、対外証券投資のネット合計は▲1 兆 4296 億円の買い越しとなった(対外証券投資において買い越しはマイナス、売り越しはプラスで記帳される。対内証券投資はその逆)。一方、海外から本邦への対内証券投資は短期債が▲2 兆 5693 億円、中長期債が▲6018 億円、株式・投資ファンド持分が▲3316 億円と全ての商品が売り越しとなっており、対内証券投資のネット合計は▲3 兆 5027 億円の売り越しとなっている。とりわけ短期債の売りが巨額であることが目を引くが、前週において+2 兆 9530 億円と巨額の買い越しであったことの裏返しとみられる。

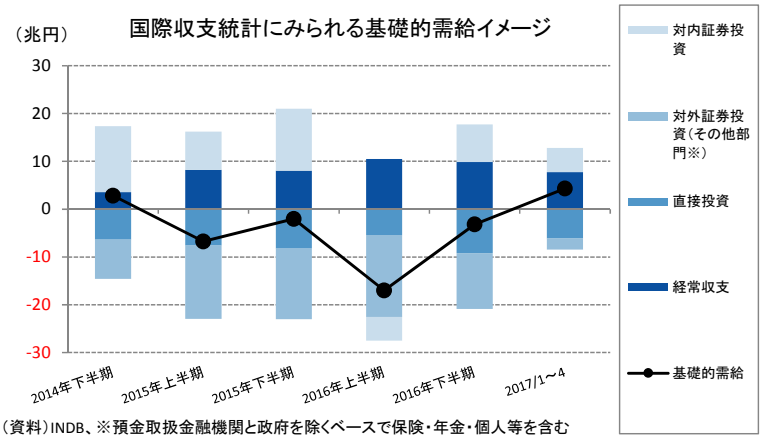
こうした対外・対内証券投資をネットアウトした結果は▲4 兆 9323 億円と 2016 年 9 月 23 日以来の大幅な資本純流出である。昨年 11 月の米大統領選挙後に加速した対外証券投資の売り越しの動きは 4 月末から一転買い越しに転じ、これで約 1 か月半継続していることになる。ここで金額の規模感をチェックしてみたい。昨年 11 月から今年 4 月の 6 か月間で売り越しされた対外証券投資の合計額が+6 兆 4961 億円であったのに対し、5 月から 6 月中旬(17 日まで)の買い越し額は▲6 兆 6429 億円とほぼ並んでいる(図)。この点、トランプトレードがリセットされたと見ることもでき、ここから先、同様の勢いをもって買い越しが維持されるのか注目したい。



(資料)財務省

～円相場の需給環境:対外リスクテイクは加速しない見通し～

6 月の半分が終わった時点での対外証券投資は▲2 兆 881 億円と既にかなり高水準である。5 月を振り返れば、半分が終わった時点で約▲2 兆 5000 億円程度、月を通じて約▲4 兆 5000 億円だったので、6 月も同じようなペースで積み上げが進んでいると言える。本欄では国際収支統計の計数を用いて定期的に円相場の需給環境をチェックしているが、近年の方向感を決してきた項目が対外証券投資であったことは論を待たない(図)。この点、少なくとも今年 1～4 月までは例年の勢いは全く見られなかったものの、調査対象範囲の異なる指定報告機関ベースを参考にすれば、7 月 10 日および 8 月 8 日に公表される 5 月および 6 月の国際収支統計では再び対外証券投資が円売り圧力を強める構図が確認されるだろう。一方、足許では原油価格が軟化し始めており、輸入減少経由で貿易黒字ひいては経常黒字が拡大する展開も視野に入る。こうした状況に鑑みれば、当面は対外証券投資と経常収支の綱引きが需給の傾きを決めそうである。



(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

言うまでも無く、対外証券投資の先行きは FRB の政策運営次第だろうが、背景事情はどうあれ、「利上げをすると言っている通貨を売りにくい」と悩む投資家も多いのではないかと思われる。そうした思いはもっともだが、本欄では繰り返し論じているように、年初来で FRB がタカ派傾斜を強めているにもかかわらず米金利およびドルは上がっていないどころか下がっている。

こうした「笛吹けど踊らず」の状況が定着しつつあるのは FRB の正常化プロセスに関し、持続可能性を信じていないからに他ならないだろう。昨日の本欄[1]でも紹介したカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が強調しているように、雇用と賃金の関係を規定する伝統的なフィリップス曲線がここにきて理論的な動きをしなくなっているという事実があると思われる。そうであるとすれば FRB の利上げは本来不要なものだったという整理になる。ここまで考えれば、やはりドル高に賭ける向きは減ってきて当然であり、実際に米金利もドルも上がっていない。このような現状に加え、110 円という水準自体が購買力平価(PPP)に照らして過剰な円安を示す状況にあるという事実も踏まえれば、本邦投資家が為替リスクを負ってまで対外的なリスクテイクを積極化する公算はやはり大きくないだろう。

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。

[1] 本欄 2017 年 6 月 21 日号『カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～』をご参照下さい。

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6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰（faith）とデータ（data）～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版（英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～）
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～）
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版（本邦4月消費者物価指数（CPI）を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～）
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱気化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年4月分）
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版（欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～）
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～
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～燻る「第二次プラザ合意」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～ベー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	真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
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（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～）