

みずほマーケット・トピック(2017 年 7 月 10 日)

円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～

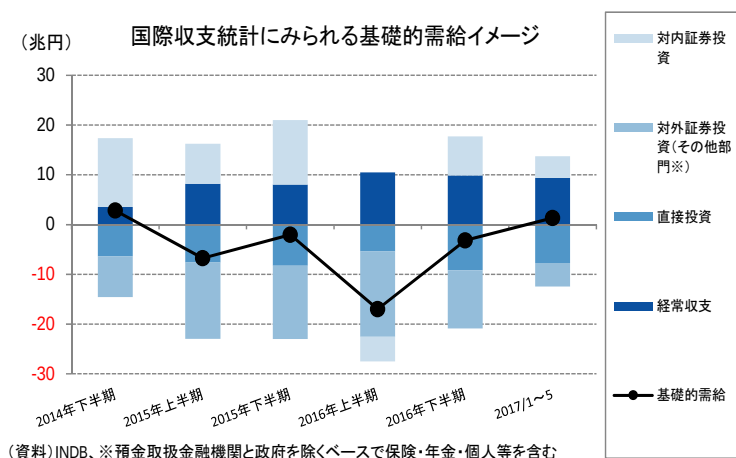
本邦 5 月国際収支統計を受けて、円の基礎的需給環境を定点観測しておきたい。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を見ると、2017 年 1～5 月合計の基礎的需給は+1 兆 3049 億円の円買い超過となっており、前年同期(▲14 兆 7250 円の円売り超過)とは景色が様変わり。今年に入って勢いを欠いていた本邦から海外への対外証券投資は 5 月以降盛り返しているものの、経常黒字が相応の規模に至っているため基礎的需給を円売り超過へ引っ張るほどの迫力は見られていない。むしろ、現在の基礎的需給における「円売りの主役」は対外直接投資である。現状見られている円安・ドル安相場が継続するかどうかは、2006～07 年のように円キャリー取引がトレンド化するかどうかが鍵になる。こうした動きを日本側から確認する手段として使われるのが外国銀行在日支店(在日外銀)の本支店勘定(資産側＝本国への貸付)だが、今のところ、その当時のような兆候は見られていない。

～円全面安が継続～

先週末の為替市場では円売り優勢の地合いが続き、ドル/円相場は約 2 か月ぶりの 114 円台をつけている。もっとも、これはドルが強いわけではなく、ドルは対ユーロで 1.1440 まで値を下げている。要するに、円全面安の地合いであり、ひとえに金融政策格差の拡大をテーマとしたシンプルな相場が続いている。7 日に日銀が通告した指値オペが一段とそのイメージを際立たせた格好であり、当面はこのムードが続く可能性がある。だが、現下の正常化機運が果たして「ブーム」ではなく基調として根付くものなのかはまだ予断を許さないと思われ、この点は明日の本欄で改めて議論したい。

～基礎的需給環境は様変わり～

ところで、本日は本邦 5 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 5 月の国際収支統計によれば、経常収支は+1 兆 6539 億円だった。貿易赤字を背景として経常黒字は 4 か月ぶりの減少となった格好である。今回の結果を踏まえ、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、図)を見ると、2017 年 1～5 月合計の基礎的需給は+1 兆 3049 億円の円買い超過となっており、前年同期(▲14 兆 7250 円の円売り超過)とは景

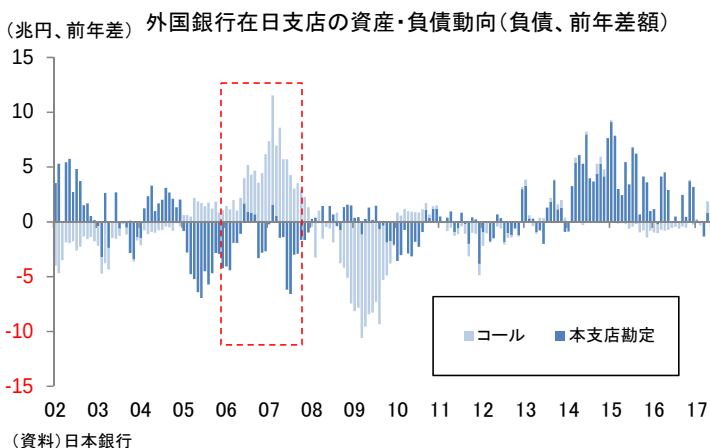
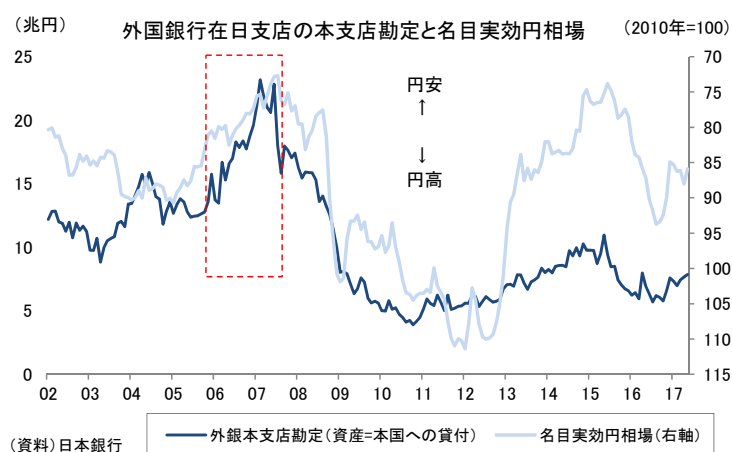


色が様変わりしている。今年に入って勢いを欠いていた本邦から海外への対外証券投資は5月以降盛り返しているものの、経常黒字が相応の規模に至っているため基礎的需給を円売り超過へ引っ張るほどの迫力は見られていない。むしろ、現在の基礎的需給における「円売りの主役」は対外直接投資であり、昨日も日本企業の海外 M&A の件数が上半期で2年連続最高になったと報じられたばかりである（レコフ調べ）。2017年も半分近くが終わったわけだが、過去3年とは為替予想の前提となる需給環境が様変わりしている事実はやはり重要である。

～円キャリー取引の兆候はあるか？～

冒頭述べたように、現状の為替相場の特徴は円安・ドル安である。かかる状況下で重要な論点は、先週の本欄¹でも議論したように、2006～07年のような局面が今後再現されるのかどうかである。当時は外貨投資の期待収益が当然視される風潮の中で円キャリー取引に限らずドルキャリー取引が隆盛を極めた時代であった（ゆえにドル安だが円安も進んだ）。こうした動きを日本側から確認する手段として使われるのが外国銀行在日支店（在日外銀）の本支店勘定（資産側＝本国への貸付、以下同じ）の動きである。端的には海外勢の円調達とその後の外貨投資を連想させる動きとして注目され、確かに2006～07年の円安局面では本支店勘定と円の名目実効為替相場（NEER）は連動していた（右図・上）。2016年後半以降、確かに本支店勘定は盛り返しているものの、当時の再現を確信させるような状況には至っていない。念の為、そうした在日外銀の資産側の動きの裏（負債側）を見ておくと、当時はコール市場での調達が急増するという動きも見られたが、今のところそうした動きも確認されていない（図・下）。

もちろん、こうした動きは円キャリー取引の盛り上がりを示唆する1つの経路でしかなく、取引の存在自体を否定するものではない。だが、6月下旬から俄かにテーマとなっている「内外金融政策格差の拡大」が一大テーマとなり、ドル安下での円安をけん引するのかどうか、まだ判断材料に乏しいと言わざるを得ない。今朝方のレポート²でも配信したように、IMM 通貨先物取引の2017年7



¹ 本欄 2017年7月4日号『ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～』をご参照下さい。

² 『IMM 通貨先物のポジション動向（2017年7月4日時点）』をご参照下さい。

月 4 日時点の状況を見ると、遂に主要 8 通貨に対するドルの合成ポジションは 2016 年 5 月 17 日以来、1 年 2 か月ぶりに売り持ちに転じ、ドルインデックスは 2014 年 6 月以降のドル高局面で 1 つの節目となってきた 95 が目前に迫っている。投機的なドルの売り持ちが積み上がり、ドルインデックスの下げ基調が定着するのか否か。為替相場が 2006～07 年のような局面に入ったと判断するためには、まだクリアしなければならないハードルが多そうに思われる。

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7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
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ブトレード～
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と与信環境について
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	相次いで弱体化する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～燦る「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～ベー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～
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～