

みずほマーケット・トピック(2017年8月9日)

2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて

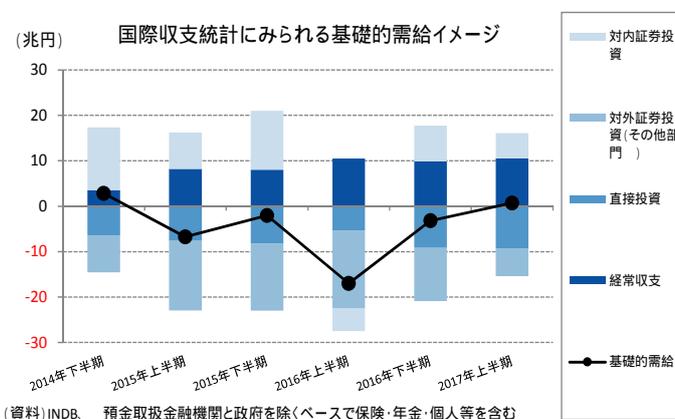
2017年上半期の円相場の基礎的需給環境を整理。基礎的需給は+7039億円の円買い超過となっており、前年同期(3兆1807億円の円売り超過)とは景色が一変している。半期ベースでの基礎的需給が円買い超過となったのは2014年下半期以来、5期ぶりの出来事。経常収支こそ黒字幅を拡大しているものの、対外証券投資の失速が全体感に響いており、これが前年の需給環境から最も変わったポイント。基礎的需給が円買いに傾斜していることに加え、目先注目されるのはやはり投機筋の動向。現在、円の売り持ち高は依然として高水準であり、これが取り崩される中での円買いはやはり警戒される。一方で現状の投機ポジション全体ではドル売りに傾斜しているため、今後は「ドル売りの巻き戻し(その他通貨売り・ドル買い)」と「円売りの巻き戻し(円買い・ドル売り)」の同時発生が予想される。こうした投機筋における「円買い・ドル買い」の結果としてのドル/円がどちらに振れるのか。経験則に倣えば円は最弱・最強の両極端で振れることが多いことは周知の通り。目先では「ドル高のなかでの円高相場」に身構えたい。

～アノマリーが意識されやすくなる時間帯に～

昨日の為替市場ではリスク回避ムードが強まる中、ドル/円相場が下落している。トランプ米大統領の北朝鮮に対する挑発的な言動を受けて米株売りが先行する中、為替市場でも従前のポジションの巻き戻しを加速させる動きが強まっている。為替市場全体ではドル、円共に買い戻されているが、ドル/円相場に関しては円買いの勢いが上回っており、断続的に110円割れを試すような動きが見られている。徐々に夏季休暇に入る市場参加者が増える中で、市場の流動性が薄く、値が飛びやすくなっていることも影響しているのかもしれない。また、アノマリーとして「お盆は円高」という事実が意識されやすくなっていく時間帯であることも、そろそろ気にかけていくところである。

～2017年上半期の基礎的需給環境～

ところで昨日は本邦6月国際収支統計が公表され、2017年上半期としての計数が利用可能になっている。これを踏まえ、今年半分を終えた時点での円相場の基礎的需給環境を整理しておきたい。2017年上半期の国際収支統計によれば、経常収支は+10兆5101億円となり、前年同期(+10兆4802億円)を上回った。このうち第一次所得収支黒字が+9兆7622億と大宗を占めており、このほか貿易収支の+2兆531億円も寄与した格好である。なお、第一次所得収支は前年

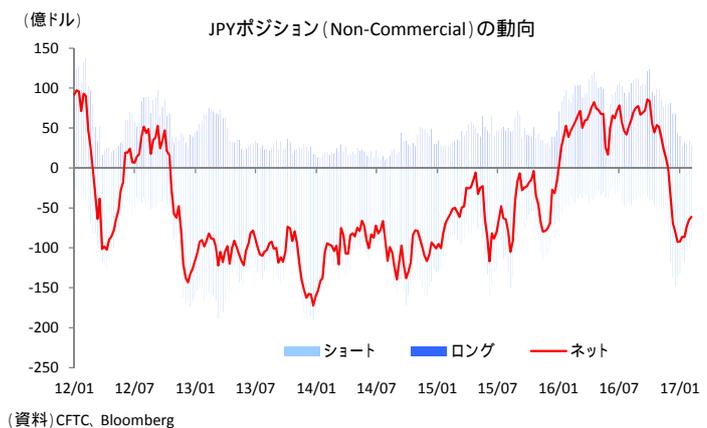


同期から+2096 億円の黒字幅拡大となっているが、これは近年残高の増える直接投資からの収益が増えたことによるものである。また、貿易収支は前年同期と比べれば 2713 億円と黒字幅を縮小させているが、これは原油価格およびドル/円の上昇を受けて輸入が輸出以上に伸びた結果である。

こうした上半期の国際収支統計の状況を踏まえ、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、前頁図)を見ると、2017 年上半期の基礎的需給は+7039 億円の円買い超過となっており、前年同期(3 兆 1807 億円の円売り超過)とは景色が一変している。半期ベースでの基礎的需給が円買い超過となったのは2014 年下半期以来、5 期ぶりの出来事である。既に見たように、前年比で見れば経常収支こそ黒字幅を拡大したものの、やはり対外証券投資の失速が全体感に響いており、前年の需給環境から最も変わったポイントである(対内証券投資も前年比で見れば減少しているため、この分は円買いが衰えた格好だが、対外証券投資の減少幅の方が遥かに大きかった)。このほか、本邦企業による旺盛な海外企業買収への意欲を映じて対外直接投資は引き続き相応の規模が出ているが、前年同期で見ればほぼ横ばいであった。いずれにせよ円相場の基礎的需給が円買いへ傾斜していることは留意したいポイントである。

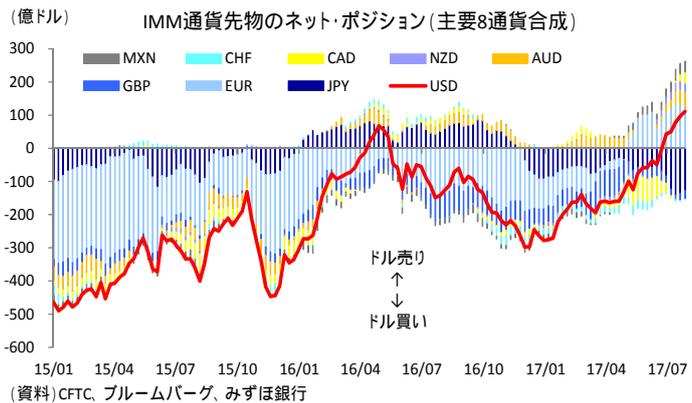
～今後の投機は「円買い・ドル買い」に～

基礎的需給が円買いに傾斜していることに加え、目先注目されるのはやはり投機筋の動向になる。IMM 通貨先物取引に現れる円の売り持ち高は 8 月 1 日時点で前週の 135.7 億ドルから 127.1 億ドルへと 2 週連続で縮小しているが、依然として高水準であることには変わらない(図)。現在の円売り持ち高は 2015 年 8 月前後の水準とほぼ一致するが、この頃から 2016 年初頭までの半年間をかけて中立まで解消され、その後 1～3 月期には買い



持ちが積み上がるという動きが見られた。この間、ドル/円相場は 125 円付近から 110 円付近まで急落し、その後 110 円割れが定着することになった。当時の基礎的需給環境は本邦投資家による旺盛な対外証券投資もあって、基本的には円売り超過の状態にあっただにもかかわらず、である。つまり、今後は当時見られた規模に匹敵する円売り持ち高の巻き戻し(円買い)が想定される上、それと軌を一にする(円買いに傾斜した)基礎的需給環境も幅を利かせてくる可能性がある。やはりドル/円のダウンサイドリスクを警戒すべき局面ではないだろうか。

但し、当時と違い、現状の投機ポジションは全体ではドル売りに傾斜している(図)。つまり、今後の投機的な為替取引の流れとしては「ドル売りの巻き戻し(その他通貨売り・ドル買い)」と「円売りの巻き戻し(円買い・ドル売り)」の同時発生が予想される。こうした投機筋における「円買い・ドル買い」の結果としてのドル/円がどちらに振れるのかは確証が持てない。しかし、経験則に倣えば円は最弱・最強の両極端で振れることが多く、得てして円高方向のボラティリティの方が大きいことは周知の通りである。そもそも6月下旬からの約1か月間で、投機筋における「円売り・ドル売り」が同時発生したわけだが、ここでは円売りが勝った。この巻き戻しならば、やはり円買いが勝るのではないかという直感的な思いもある。既に見てきたように、本邦の需給環境が今や円売りを支持していないことに鑑みれば、目先で警戒すべき展開は「ドル高のなかでの円高相場」なのではないかと筆者は考えている。



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.mizuho.com/jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuho.com/jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えて「ハト派化も?」～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イェレン議長証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU帰帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
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?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじまった模様～)
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・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～
2017年6月26日	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ンプトレード～
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	盛り上がりが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文書修正～
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～
2017年5月23日	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22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～
2017年4月25日	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24日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次プラザ合意」疑惑～
2017年4月21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20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～ベネシ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～ブレイン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