

みずほマーケット・トピック(2017 年 9 月 11 日)

円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～

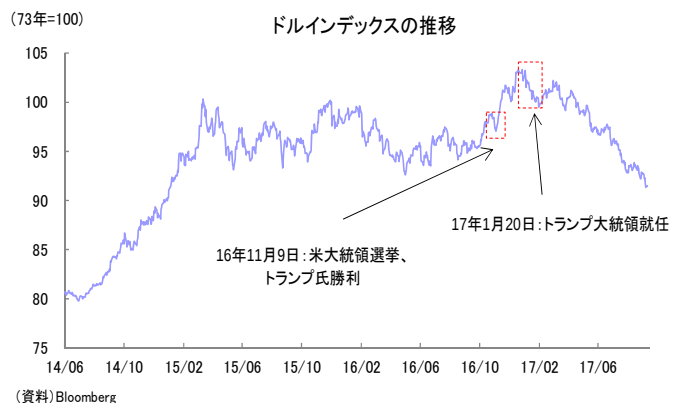
本欄では「実効ベースで見たドル高は行き過ぎであり、この調整は不可避。ついてはこれに伴って円高も不可避」との予想を据え置いてきた。今年に入り、この予想はほぼ実現しつつある。調整はまだ途上と考えるが、ドルインデックスで見れば 2014 年 6 月以降で続いてきた今次ドル高局面について、ちょうど半値押しが完了した格好である。「実効ベースで見たドル高は行き過ぎ」という予想の大前提に際立った進展がみられるのは確かであり、そろそろ次の予想の手掛かりも真摯に探し始める必要はある。この点、基本に立ち返るという意味で円相場の基礎的需給バランスを確認し、今後の方向性についてイメージを作っておきたい。この点、円売り優勢だった過去 3 年と比較して基礎的需給は一変しているのが現状。実効ベースでのドル安が確実視されない状況になりつつあるとはいっても、今後見えてくる「新しい手掛かり」がドル高を示唆するとも限らない。とりあえず最近の基礎的需給の変化は円安継続の難しさを示唆している。

～108 円台回復は一時的～

先週末の為替市場ではドル/円相場に関し、一時 107.32 円と年初来安値をつける動きが見られたものの、週末に懸念された北朝鮮の軍事挑発が見られなかったことや米フロリダ州に上陸したハリケーン「イルマ」の勢力後退を受けてリスク回避ムードが弱まり、本日東京時間午前には 108 円台を回復している。とはいえ、北朝鮮を巡る緊張は何ら解決に向かっておらず、米経済・物価情勢は改善していない。また、突如公表されたフィッシャーFRB 副議長の辞任は FOMC のハト派傾斜に効いてくるであろう。これらを踏まえれば、やはりドル/円の上値は重い状況が続くのではないかと引き続き本欄ではドル安予想を主軸に 105 円、100 円と水準が切り下がっていく展開を予想する。

～ドル安が当然ではない局面に？～

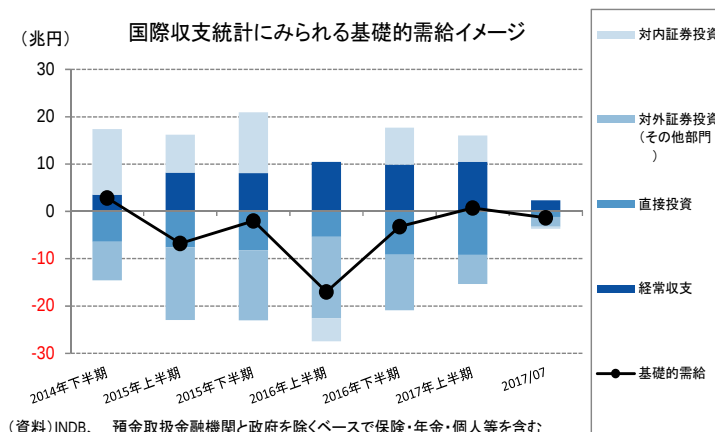
なお、過去 2 年間、本欄では「実効ベースで見たドル高は行き過ぎであり、この調整は不可避。ついてはこれに伴って円高も不可避」という予想を据え置いてきた。周知の通り、この予想は 2017 年に入りほぼ実現しつつある。調整はまだ途上であり、『中期為替相場見通し』で示したように、予測期間中に 100 円を臨む展開というのが 1 つの目処と考えている。昨年 11 月以降のトランプラリーなかりせば、既に 2017 年は 100 円割れ定着と考えていた筆者からすれば、105～110 円ではまだ円安・ドル高の域を出ないという印象である。



だが一方、実効ベースで見たドル相場に関し、ドルインデックスで見れば現状は 2015 年 1 月以来の安値をつけており、2014 年 6 月以降で続いてきた今次ドル高局面について、ちょうど半値押しが完了した格好である(前頁図)。半値押しが適切な調整幅かどうかは分かりかねるものの、「実効ベースで見たドル高は行き過ぎ」という予想の大前提に際立った進展がみられるのは確かであり、そろそろ次の予想の手掛かりも真摯に探し始める必要はあるだろう。それは日米欧の金融政策や政治の行方であったり、地政学リスクの行方であったりする。特に、正常化が当然視される欧米の金融政策は元より、イールドカーブコントロールという枠組みの維持可能性が問われ始めている本邦の金融政策も耳目を集めてくる可能性はある。いずれにせよ「もはやドル安は当たり前ではないかもしれない」という思いも念頭に、丁寧に 1 つ 1 つの論点を見つめ直していきたいと思うが、まず、本日の本欄では基本に立ち返るという意味で円相場の基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)を確認し、今後の方向性についてイメージを作っておきたい。

～一変した基礎的需給環境～

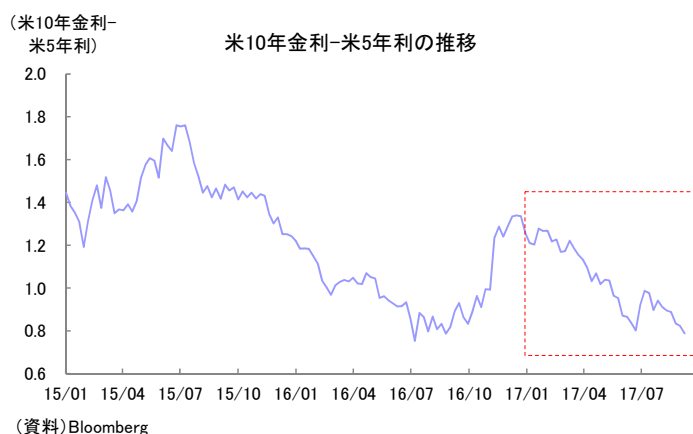
先週 8 日に公表された本邦 7 月国際収支統計を受けて、本欄で予想の指針とする基礎的需給の現状と展望を整理しておきたい。7 月の基礎的需給は約▲1.4 兆円と円売り超過となり、年初来(1～7 月)合計でも約▲6500 億円と辛うじて円売り超過の状況となっている。だが、前年同期(2016 年 1～7 月)が約▲16 兆円、2015 年の同期が約▲7 兆円、2014 年の同期が約▲8.6 兆円の円売り



超過だったことを思えば、過去 3 年と比較して円相場の基礎的需給環境は一変したと言える。本欄では繰り返し論じているように、この主因は本邦から海外への対外証券投資の減速であり、FRB の正常化プロセスに対する信認の大小に依存していることは言うまでもない。

～需給は円安継続の難しさを示唆～

冒頭述べたように、実効ベースで見たドル高について相当程度の調整が進んでいる中、今後を見通すにあたって徐々に新しい手掛かりを探さなければならない。この点、「基礎的需給環境が過去 3 年とは様変わりしている(円買い超過から円売り超過へ転じている)」という事実は重要な起点となるだろう。本欄では年初来、米イールドカーブがベアフラット化していることに注目し、市場が正常化プロ



セスを信用していない可能性と、それゆえに対外証券投資も減速、基礎的需給が円売りに傾斜する展開を想定してきたが、現実はその通りになっている。この想定は6月末のドラギ ECB 総裁によるシントラ講演で一時的に変わりかけたものの、結局、現在の米金利の長短金利差は年初来で最小まで縮小している(前頁図)。このまま逆イールドを想定するまで悲観が極まる可能性を指摘するつもりはないが、少なくとも米金利市場のセンチメントがこうした状況で本邦機関投資家による対外リスクテイク(円売り・ドル買い)が加速することはやはり難しいと考えるのが自然と思われる。

実効ベースでのドル安が確実視されない状況になりつつあるとはいっても、今後見えてくる「新しい手掛かり」がドル高を示唆するとは限らない。とりあえず基礎的需給に関してはむしろ円安継続の難しさを示唆する状況となっていることは留意したい。

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9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の優勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
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	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回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～
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	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月22日	週末版
2017年6月21日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラントレード～
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」が「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「第二次ブラザ合意」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19日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月17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～ベアリ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～)