

みずほマーケット・トピック(2017 年 10 月 11 日)

円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～

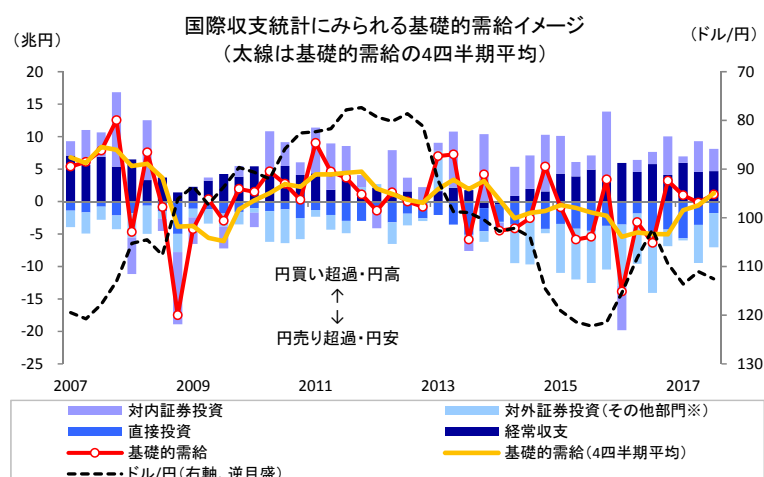
本邦 8 月国際収支統計を受けて、本欄で予想の指針とする基礎的需給の現状と展望を整理。年初来(1～8 月)の基礎的需給合計は約+1.9 兆円と円買い超過に。前年同期が約▲20.2 兆円、15 年の同期が約▲8.1 兆円、14 年の同期が約▲8.8 兆円の円売り超過だったことを思えば、過去 3 年と比較して円相場の基礎的需給環境は一変している。本欄では繰り返し論じているように、この主因は本邦から海外への対外証券投資の減速である。やはり上がらない物価を無理やり正当化して行う利上げに市場参加者はついていけない。足許では円買いに傾斜した基礎的需給と高止まりしたドル/円相場の間に「ねじれ」が生じており、ここからの円安予想の難しさを感じさせる。今年 5 月、7 月に続く 115 円へのチャレンジであったが、その頃からファンダメンタルズが大して変わっていないのだから失敗は当然である。米経済の漠然とした強さを当て込んで円安に賭ける向きが後を絶たないが、昨年以降、そのような取引は、奏功していない。

～軟着陸を模索するカタルーニャ問題～

昨日の為替相場ではユーロ/ドルが一時 1.1825 まで上昇している。カタルーニャ自治州のプチデモン首相が投票結果の発効を数週間停止し、対話期間を設けると提案したことが好感されている。独立宣言を強行した場合、中央政府の暴力による弾圧、究極的にはプチデモン首相逮捕という展開まで想定されていただけにとりあえずは小康を得た格好である。英国におけるスコットランドがそうであったように、何からの形で中央政府がカタルーニャ州に対して飴(減税、カタルーニャ語の保護、自治権拡大など)を与えることで事態収束に向かうというのがメインシナリオとなろう。

～引き続き円買い超過の地合い～

ところで昨日公表された本邦 8 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。8 月の基礎的需給は約+2.5 兆円の円買い超過となっており、年初来(1～8 月)合計でも約+1.9 兆円と円買い超過となっている。前年同期(2016 年 1～8 月)が約▲20.2 兆円、2015 年の同期が約▲8.1 兆円、2014 年の同期が約▲8.8 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が大きく変わったという評価は継続して良いだろう。本



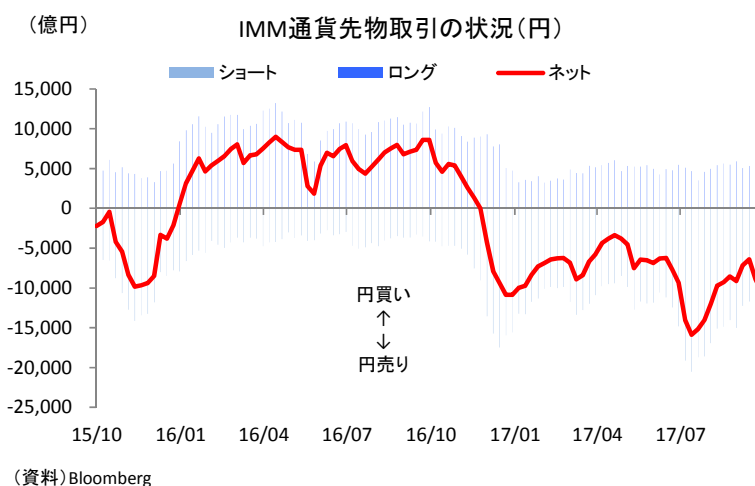
(資料)日銀、INDB、※銀行・政府部門を除くベースで生保・年金・個人等が対象。

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に依存していることは言うまでもない。年内3回の利上げ、バランスシート(B/S)の縮小までもが視野に入っているにもかかわらず、本邦投資家がこれに応じた米金利やドルの上昇に賭けるような兆候は見られず、円相場の需給が買いに傾斜する状況が続いている。なお、前頁図に示すように、足許では円買いに傾斜した基礎的需給と高止まりしたドル/円相場の間に「ねじれ」が生じているような印象が抱かれ、ここからの円安予想の難しさを感じさせる。

国際収支から得られる以上のような基本認識が今後の円相場見通しを検討する上での重要な材料となるだろう。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、基礎的需給が円買いに傾斜する展開を想定してきたが、現実はその通りになりつつある。本欄では執拗に論じているが、やはり上がらない物価を無理やり正当化して行う利上げに市場参加者はついていけない。

～またも叶わなかった 115 円～

また、IMM 通貨先物取引に見られる投機筋の動きに目をやれば、尚のこと、円高への警戒は強まる。2017 年 10 月 3 日時点の対ドルでの円売りポジションは 94 億ドルと約 2 か月ぶりの水準である。北朝鮮リスクの後退や FRB の B/S 縮小方針確定、ECB の量的緩和(QE)縮小期待などが円売り意欲を強めた格好だが、ここまでの動きがあっても 113 円を安定的に超えることすら叶わなかったと考えるべきだろう。



今年5月、7月に続く115円へのチャレンジであったが、やはり今回も駄目であった。5月や7月からファンダメンタルズが大して変わっていないのだから筆者は当然と考えるが、どうしても米経済の漠然とした強さを当て込んで円安に賭ける向きが後を絶たないように思われる。昨年以降、そのような取引は、全く奏功していないことはそろそろ真摯に考えた方が良いでしょう。

目先の大きなイベントとしては本邦の衆議院議員選挙があるが、政府・与党が現有議席を減らすことが見込まれる中、仮に勝利したとしても現状維持、大きく減らせば円買戻しの動きが強まる公算が大きい。基礎的需給環境が円高を支持し、投機ポジションの巻き戻し(円買い)が警戒される状況でもこの程度のドル/円相場水準しか維持できていない以上、やはり年内に再び110円割れで定着する地合いになる可能性は高い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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版「ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分) ～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～」
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
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～
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～花道の正常化は続く模様～
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～