

みずほマーケット・トピック(2018年1月15日)

4 か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について

為替市場ではドイツの大連立交渉妥結が視野に入り、ユーロ相場が急騰したことを受けてドル相場が急落。ドルインデックスは約 2 年ぶりの安値を更新している。こうした中、ドル/円相場も約 4 か月ぶりの安値をつけているが、むしろこの相場でよく持ち堪えているという印象。とはいえ、需給面から見ても、円高見通しの確度は大きくなっている。本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を見ると、懸案の対外証券投資は相応に買い越しが出ているが、本邦企業から海外企業に対するクロスボーダーM&Aを含む対外直接投資ははっきりと衰えており、これが基礎的需給全体の円買いを引っ張っている。日米短期金利差が拡大し続けていることから、ドル/円相場の一方向的な下落は考えにくいという見方もあり得るが、在日外銀の本支店勘定の動きなどを見る限り、金利差に依存した取引は限定的な情勢。本欄や『中期為替相場見通し』で想定する年度内 110 円割れのシナリオはやはり警戒されてしかるべきものだろう。

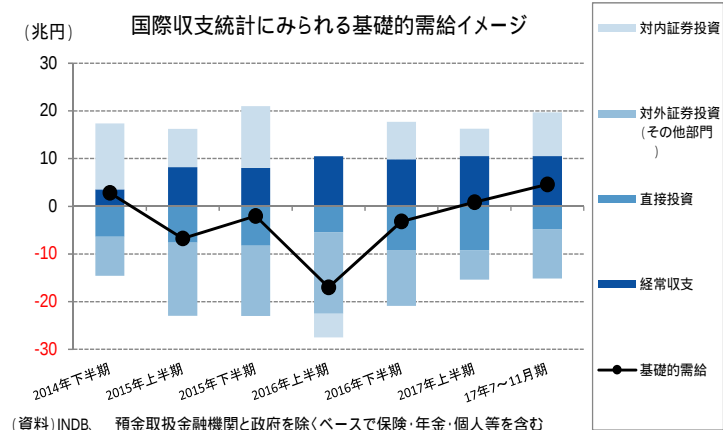
～ 110 円割れが視野に入るドル/円相場～

先週末 12 日の金融市場では中国による米国債購入の減速・停止に係る報道が同国政府より公式に否定されると、ドル相場が値を戻す動きが見られたものの、精彩を欠く米物価情勢への懸念が払拭されない中、本格的に値を戻す動きには至っていない。13 日に公表された米 12 月消費者物価指数(CPI)はコアベースでの伸びが 11 か月ぶりの大きさを記録したものの、ドイツにおける大連立交渉妥結が視野に入中、ユーロ相場は急伸しており、対ドルでは約 3 年ぶりの高値を更新、ドルインデックスに至っても 2 年ぶりの安値を更新している。こうした中、ドル/円相場は 110 円台で軟調推移を余儀なくされているが、むしろこの相場でよく持ち堪えているという印象だろう。

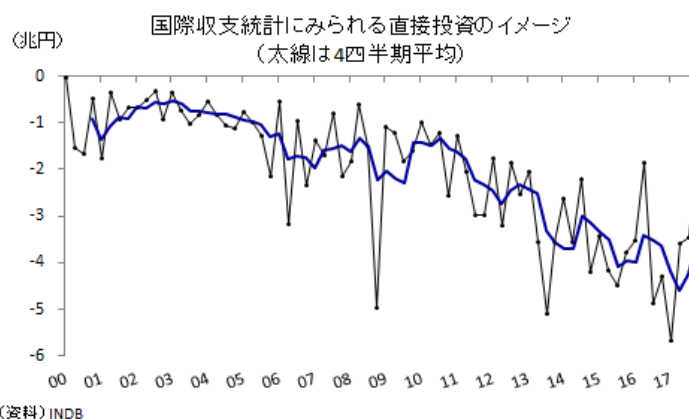
とはいえ、これまで米金利が急騰する中で上昇するどころか下落していたドル/円は「(米金利の)上昇時に追随しなかったにもかかわらず、下落時にはしっかり追随する」という非対称的な反応にこれから苦しむのではないかと。本欄や『中期為替相場見通し』で想定する年度内 110 円割れのシナリオはやはり警戒されてしかるべきものだろう。

～ 対外直接投資の減少が顕著～

また、需給面からの円高見通しはますます確度が大きくなっているという現状もある。この点、12 日には本邦 11 月国際収支統計が公表されているので、いつも通り、本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)の定観測をしておきたい。11 月の基礎的需



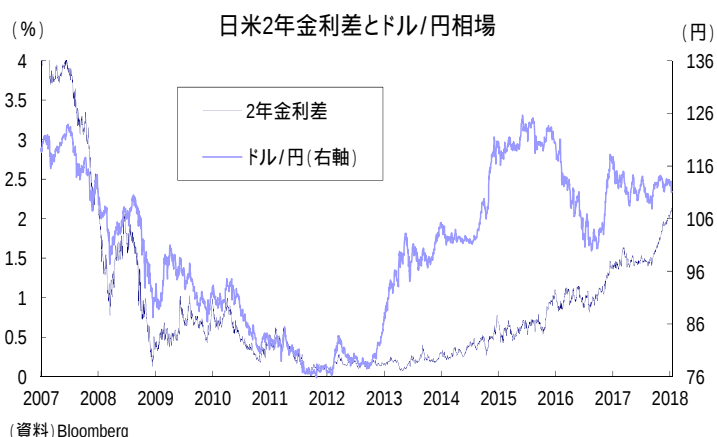
給は約+2.2兆円と2か月連続の円買い超過となり、7～11月の5か月で見れば約+1.8兆円の円買い超過、年初来(1～11月)合計で見ても約+5.4兆円の円買い超過である。前年同期(2016年1～11月)が約▲22.9兆円、2015年の同期が約▲7.4兆円、2014年の同期が約▲4.8兆円の円売り超過だったことを思えば、過去3年と比較して円相場の基



礎的需給環境が大きく変わったという本欄の従前の評価は据え置きである。懸案の対外証券投資は相応に買い越しが出ているものの、本邦企業から海外企業に対するクロスボーダーM&Aを含む対外直接投資がはっきりと衰えており(図)、これが基礎的需給全体を円買いに引っ張っている印象が強い。相応の円安・ドル高が続く中、第一次所得収支黒字を中心とした経常黒字も前年比で増加傾向にあるものの、対外直接投資と対外証券投資の減退を相殺するには至っておらず、比較的是っきりと基礎的需給全体が円買いに傾斜しているのが現状である。

～円キャリー取引は流行っているのか？～

なお、米金利の先高観が強くないとはいえず、日米短期金利差は拡大し続けている。そのため110円を割り込むことはあっても、さらに安値まで走る難易度は高いという考え方もあろう(右図・上)。端的には、足許の金利差を背景として円キャリー取引がどの程度流行するか(しているのか)という論点になるが、この点、在日外銀の本支店勘定(資産側)の動きが参考にされることは多い。東京を拠点する外国銀行の円調達・本国送金、そしてその先に推測される外貨投資に対するイメージがこの数字に反映されるという前提での議論である。この点、かつて2005～2007年に円キャリー取引が隆盛を極めた局面と比べれば、現状ではそのような動きはさほど盛り上がっていない(右図・下)。昨年来を振り返れば、調達コストの高いドルを保有する投資家が為替スワップ取引を通じて円転し、マイナス金利の本邦短期債に投資をすることで金利差を稼げるという取引が



断続的に話題に上ることはあったが、日米金利差拡大を背景として本邦機関投資家が積極的に外貨投資に動いているという事実はそれほど耳にしない。

やはり、足許では米国の短期金利上昇および長期金利の停滞、その結果としてのイールドカーブのフラット化が FRB の正常化プロセス終焉を予感させ、金融政策のハト派転化からの米金利低下およびドル売りを警戒する向きが徐々に増えているのが実情なのではないか。かかる状況下、基礎的需給環境が対外証券投資主導ではっきりと円売りに傾斜してくる構図を想像するのは引き続き難しいと考えたい。

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、确实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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年1月12日	週末版(ダウサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」、や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ前～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
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	タカ派の劣勢が強まる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～テーパ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ア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