

みずほマーケット・トピック(2018 年 2 月 14 日)

2017 年の基礎的需給環境～4 年ぶりの円買い超過に～

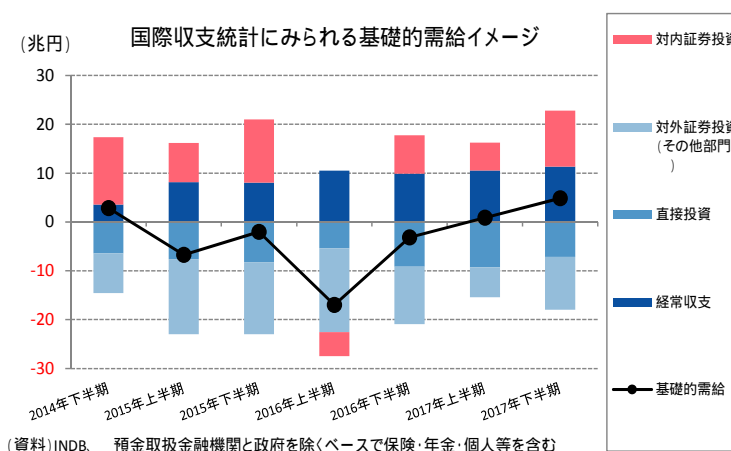
昨日の為替市場ではドル/円相場が約 5 か月ぶりの安値を更新。昨年安値(107.325 円)には至らなかったものの、もはや時間の問題だろう。金利上昇が株安を招くようになった以上、米金融政策が進んでも退いても円高が見通されるのが現状と見受けられ、見通しとしては「勝負あり」という様相。円高地合いは需給面からも正当化される。2017 年通年の基礎的需給バランスは約 +5.7 兆円と 4 年ぶりの円買い超過となった。2016 年が約 ▲20.2 兆円の円売り超過だったことを思えば、前年差+25.9 兆円の変化であり、統計上はこの分、円売りが縮小(円買いが拡大)したことになる。この額は 2017 年通年の経常黒字額よりも大きい。2015 年通年が約 ▲8.8 兆円、2014 年通年が約 ▲5.8 兆円の円売り超過だったことを思えば、過去 3 年で円相場の基礎的需給環境は大きく変わったといって差し支えない。基礎的需給の先行きは読みが難しいが、少なくともドル/円相場の加速を促すような地合いにはならないというのが筆者の基本認識。

～ドル/円相場見通しは「勝負あり」か～

昨日の為替市場ではドル相場が続落する展開で、特に対円では 107.40 円と約 5 か月ぶりの安値をつけている。昨年安値である 107.325 円には至らなかったものの、もはや時間の問題だろう。繰り返し論じているように、パウエル新体制の FRB が従前の路線を引き継いで利上げをすれば金利上昇が株安を招き円高。逆に従前路線を覆し、利上げペースを緩和(ないし断念)すれば米金利低下を招き、これも円高になるという状況である。米金融政策が進んでも退いても円高が見通されるのが現状と見受けられ、見通しとしては「勝負あり」という様相が強まっているように感じられる。

～2017 年の基礎的需給総括～

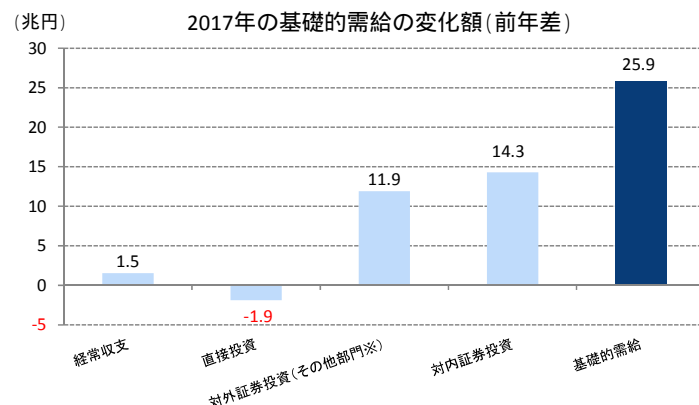
円高地合いは需給面からも正当化されるものである。先週 8 日には本邦 12 月国際収支統計が公表されており、2017 年通年の需給イメージが明らかになっているので、いつも通り、本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)の定点観測をしておきたい。12 月の基礎的需給は約 +2650 億円と 3 か月連続の円買い超過となり、7～12 月の 6 か月間で見れば約+4.9 兆円の円買い超過、通年合計



で見れば約+5.7 兆円と 4 年ぶりの円買い超過となった。2016 年が約 ▲20.2 兆円の円売り超過だ

ったことを思えば、前年差+25.9 兆円の変化であり、統計上はこの分、円売りが縮小(円買いが拡大)したことになる。この額は 2017 年通年の経常黒字額(21 兆 8742 億円)よりも大きい。なお、2015 年通年が約▲8.8 兆円、2014 年通年が約▲5.8 兆円の円売り超過だったことを思えば、過去 3 年で円相場の基礎的需給環境は大きく変わったといつて差し支えないだろう。

各需給項目に関し、前年差の変化額を見たものが右図である。最も変化額が大きかったのは海外から日本への対内証券投資であり、前年差約+14.3 兆円となっている。主に海外勢による短・中長期債への買いが寄与した格好であり、ベースコストの歪みを利用して、ドルを保有する投資家が日本国債に投資することで鞘を稼げる状況が寄与したことなどが推測される。次に大きな変化額を示しているのが対外証券投資で前年差+11.9 兆円と買い越し幅が縮小している。FRB



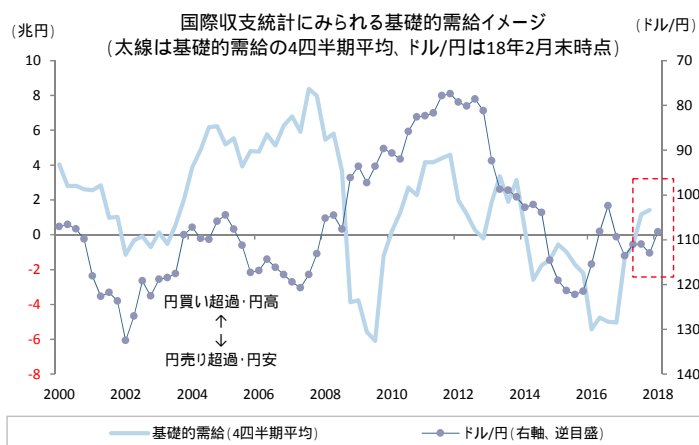
(資料)INDB、預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

の正常化プロセスの持続性に強い確信が持てない中、本邦から海外へのリスクテイクに及び腰になる向きが増えたものと推測される。この傾向は、金利上昇が株売りの理由として使われるようになった今、ますます強まっていく公算が大きい。そのほか経常黒字も前年から黒字額が拡大しており、円買い圧力の増大に効いている。唯一、対外直接投資(≡本邦企業による海外企業に対するクロスボーダーM&A)だけが僅かながら増えており円売りを強めている格好だが、円買いが強まる全体図に照らせば「焼け石に水」という印象である。

～年初来の円高は「ねじれ」解消の結果？～

過去の本欄で繰り返し論じてきたように、2017 年下期以降は以上のような基礎的需給とドル/円相場の方向感に「ねじれ」が生じており、この乖離は昨年末時点で解消されていなかった。年初 1 か月半の間に進んだ円高はこうした需給環境の変化に追随する動きとも考えられ、そうだとすれば当分円安には振れにくいようにも思われる。

もちろん、昨年中頃を境として原油価格が上昇していることで貿易黒字(ひいては経常黒字)の縮小も想定されるし、株価調整が長引きリスク許容度の毀損が続くのだとすれば、海外勢にとっての対外証券投資(日本にと



(資料)日本銀行、INDB

っては対内証券投資)も減速してくることが予想される。ゆえに、基礎的需給の計数上、2018 年の円買い圧力が減退する可能性もないわけではない。だが一方、米 10 年金利が既に中立金利の想定(2.75%)を優に超えている中、米金利の続伸とこれに伴う日米金利差拡大に賭けて対外証券投資

の買い越しを予想するというのも難しそうである。歴史を振り返れば、そうした「日本人の円売り」が顕著に増えてこない中で円安の基調が続くことは難しかったという印象が強いのも事実である。基礎的需給の先行きは読みが難しいが、少なくともドル/円相場の加速を促すような地合いには当面なりそうにないというのが筆者の基本認識である。

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。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2月13日	黒田総裁就任について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
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
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	ステルステーバリングの「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・エンセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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	テーバリングが改めて示唆するベア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～最後のショイブレ節～
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)～APP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	カタール・ニヤ混乱と反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～