

みずほマーケット・トピック(2018年4月9日)

円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～

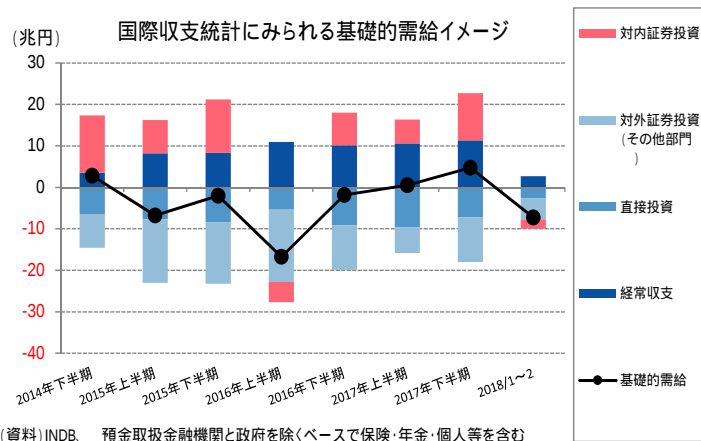
本欄で予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給)は1～2月合計で約▲7兆2871億円の円売り超過に。しかし、1～3月期は期末に係る不規則なフローが支配的となるため、足許の動向をもって通年の傾向を推し量るべきではない。対外証券投資の先行きを決するのはFRBの正常化プロセスに関する現状と展望であり、市場では端的な指標として日米金利差が注目される。この点、日米金利差とドル/円相場の正相関が途絶しているのは周知の通り。米金利上昇が示唆する米経済の回復よりも、それがもたらす消費・投資意欲の減退の方が懸念され、ドルを手放す流れに繋がっているのだと筆者は考えている。米金利上昇が「政府部門によるドル需要の分捕り(クラウディング・アウト)」に由来しているという声もある中、「日米金利差拡大に応じて本邦からの対外証券投資が増加し、ドル/円相場も押し上げられる」という米金利上昇に依存するシンプルなシナリオについて、筆者はあまり説得力を感じていない。

～米中貿易戦争「一定水準のリスクがある」～

先週末6日の為替市場はドル相場が軟化する展開となった。注目された米3月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+10.3万人と市場予想の中心(同+18.5万人)を大きく下回った。もっとも平均時給が前年比+2.7%とこちらは予想(同+2.6%)を上回ったため大崩れは避けられている。とはいえ、同日にはムニューシン米財務長官がCNBCとのインタビューにおいて米中貿易戦争となる「一定水準のリスクがある」とも口にしており、やはり市場参加者の心理は総じて悲観に傾斜している。NYダウ平均は一時、前日比▲767ドルと大きく値を下げ、結局、同▲572.46ドルで退けている。こうした状況下、ドル/円相場も断続的に107円を割り込む動きとなっている。

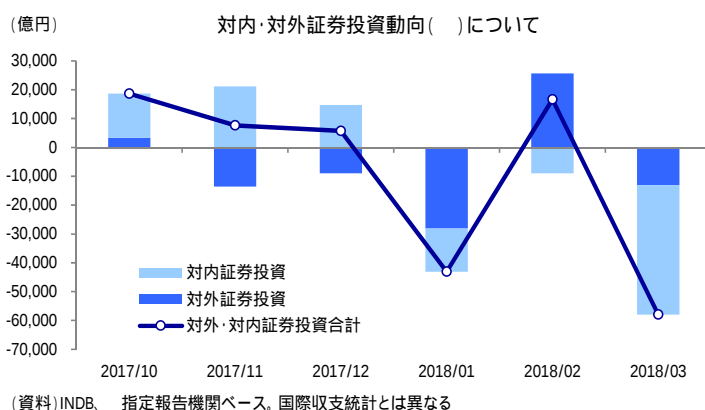
～基礎的需給環境の整理～

金融市場はもっぱら貿易戦争懸念の大小に右往左往する展開が続いているが、そのような状況だからこそ地に足の着いた議論に努めたいところである。今朝は本邦2月国際収支統計が公表されているので、2018年最初の2か月が経過した時点での需給イメージを整理しておきたい。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)によれば、2月の基礎的需給は約▲8657億円で、1～2月合計で約▲7兆2871億円の円売り超過となっている。つまり、現時点での円売り



の大宗は1月分に由来するものであり、これは1月の対外証券投資が▲4兆円に迫る買い越しだったことにけん引されている。前年同期(2017年1～2月合計)の基礎的需給が+4兆1231億円であったことを思えば需給環境は反転したようにも見える。だが、前年同期は2016年11～12月のトランプラリーを受けた米金利急騰によって本邦機関投資家のポートフォリオが毀損したことで米国債を処分する動きが加速していたという特殊要因があるため単純比較は難しい。

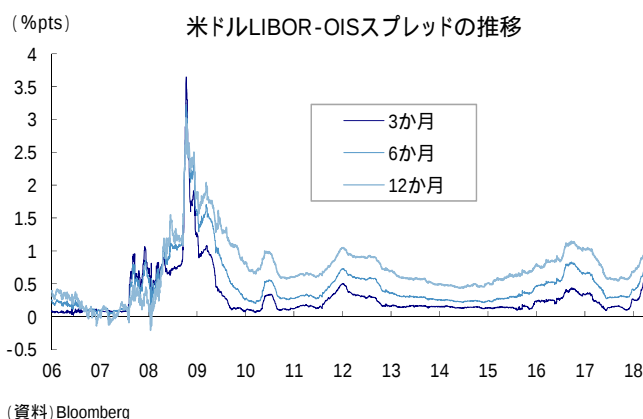
なお、今年1～2月期の需給には昨年来、大幅買い越しとなってきた対内証券投資が年初から売り越しに転じていることも効いている。今朝、同時に公表された3月分の「対外および対内証券投資売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」を見ても対外証券投資は▲1兆3035億円と大幅な買い越しが継続していることに加えて、対内証券投資が大幅に売り越しとなっていることが目につく(図)。これは株式・投資ファンド持分が約▲4兆円と売り越されたことに起因している。いずれにせよ、これらの計数を踏まえる限り、来月の5月国際収支統計を待たずして1～3月期合計の基礎的需給が大幅な円売りになることはほぼ確定したと言える。



～米金利上昇に頼れない対外証券投資～

とはいえ、1～3月期は期末に係る不規則なフローが支配的となるため、足許の動向をもって通年の傾向を推し量るべきではない。対外証券投資の先行きを決するのはFRBの正常化プロセスに関する現状と展望であり、市場では端的な指標として日米金利差が注目される。しかし、周知の通り、もはや日米金利差とドル/円相場の正相関は途絶している。理由は一つではないだろうが、米金利上昇が示唆する米経済の回復よりも、それがもたらす消費・投資意欲の減退の方が懸念され、ドルを手放す流れに繋がっているのだと筆者は考えている。株式市場が下落する際、「米金利の上昇」や「FRBの利上げペースが加速することへの懸念」といったフレーズが用いられるようになってきているのはその証左である。

もちろん、金利差が拡大し続けるにもかかわらずドル/円相場が上がらないということもあるまい。米金利の上昇が続いていけば、どこかで悲惨な円金利環境に喘ぐ機関投資家が対外証券投資に妙味を見出す臨界点はやってくる。しかし、現状を踏まえる限り、「そこ(臨界点)に至るまでに米国の経済・金融情勢は金利上昇に音を上げるのではないか」というのが筆者の基本認識である。本欄2018年4月3日号『クラウドイング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～』でも議論したように、先月半ば以降で加速し



ている LIBOR-OIS スプレッドの拡大(前頁図)は、その真因が見出せないながらも、トランプ政権の拡張財政方針を受けたクラウディング・アウトの兆候なのではないかとの疑いも出ている。仮にそうだとすれば、今の米短期金融市場がドル需要のひっ迫を示唆している(金利で言えばドル LIBOR が上昇している)にもかかわらず、本邦からの対外証券投資がさほど伸びないということはある(現時点では伸びているが、その持続性にはやはり疑義が抱かれる)。

本来、米金利上昇を受けて本邦からの対外証券投資(を筆頭とするドル建て資産投資)が買い越しで反応するのは、先行きの米経済に自信を持つからである。しかし、その米金利上昇が「政府部門によるドル需要の分捕り(クラウディング・アウト)」に由来しているのだとすれば、これに追随して対外証券投資が盛り上がる理由はやはりない。わずか 2 か月しか経過していない段階で確たる議論は難しいものの、「日米金利差拡大に応じて本邦からの対外証券投資が増加し、ドル/円相場も押し上げられる」という米金利上昇に依存するシンプルなシナリオについて、筆者はあまり説得力を感じられない。むしろ、年央には FOMC のハト派傾斜が垣間見られ始め、米金利の上昇も落ち着き、それに伴って対外証券投資の買い越しも縮小、基礎的需給が円買い傾斜となっていく展開を警戒しておきたい。

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。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4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経歴則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
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～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月8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(ダウン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	ステルスステッピングの「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
	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～