

みずほマーケット・トピック(2018年8月8日)

2018 年上半期の円相場の基礎的需給環境

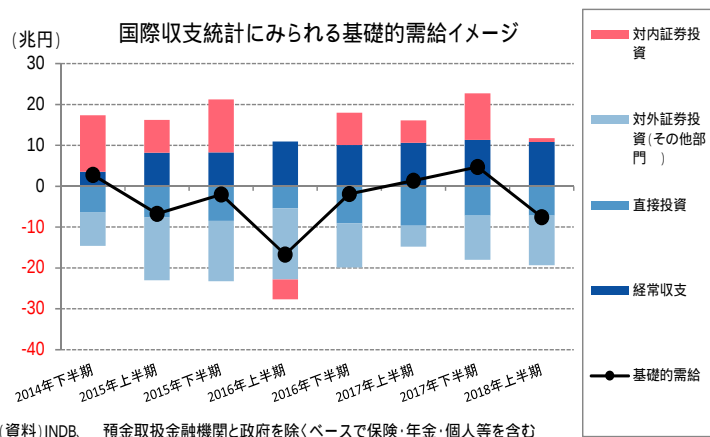
国際収支統計から試算される円の基礎的需給バランスに関し、18 年上半期の合計は約 ▲7 兆 5473 億円の円売り超過に。四半期別に見れば 4～6 月期こそ約+2 兆 8512 億円の円買い超過となったものの、1～3 月期が約 ▲10 兆 3984 億円と大幅な円売り超過だったことで上半期全体では円売り優勢の需給イメージに落ち着いた。半期ベースでは 16 年下半期以来の円売り超過であり、足許の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合う。昨年と今年の上半期で最大の違いは対外証券投資の動向。18 年上半期の対外証券投資の買い越しは前年同期差で約 7 兆円増えており、これにより基礎的需給全体の変化を概ね説明できる。だが、先般の日銀による長期金利誘導の目処柔軟化は多少なりとも円債回帰を促すとの声もあり、今後の対外証券投資のブレーキとなるかは注目。米景気拡大のピークアウトが目される中、本邦機関投資家が対外証券投資の買い越しを加速させるというシナリオは俄かには信じ難いというのが筆者の基本認識。

～ 相場の流れを形成する人民元相場の安定 ～

昨日の為替相場では人民元相場の安定化が好感される中で、このところ人民元と連動する傾向にあったユーロ相場も持ち直し、その一方でドルが売られる地合いとなった。昨日は 7 月末時点の中国の外貨準備高が公表され前月比+58 億ドルと増加していたことが判明した。これにより中国からの資金流出が人民元買い・ドル売り介入をするほどの規模に及んでいないことが確認され、市場心理の改善に寄与した格好である。先週 3 日に再導入された人民元売り抑制策も相まって、人民元相場の安定感が強まっており、これが今週の為替相場の流れを形成している印象がある。

～ 半期ベースでは 16 年下半期以来の円売り超過 ～

ところで本日は本邦 6 月国際収支統計が公表されているので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)の定点観測を行っておきたい。国際収支統計から試算される 6 月の基礎的需給は約+2 兆 6344 億円の円買い超過となったが、2018 年上半期(1～6 月)合計で見れば約 ▲7 兆 5473 億円の円売り超過という仕上がりになった(図)。四半期別に見れば 4～6 月期こそ

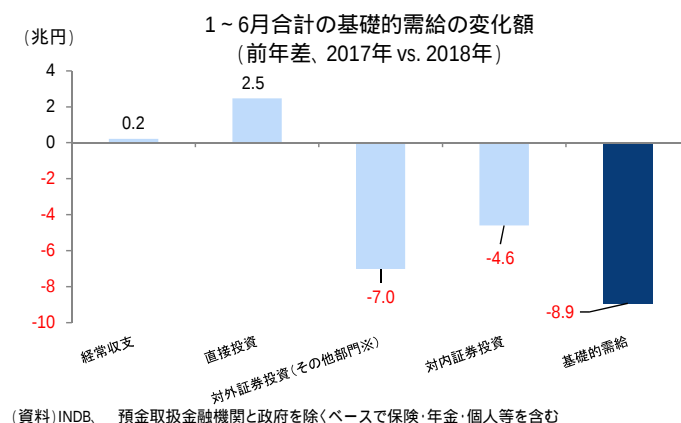


短期債を中心として海外から日本への対内証券投資が拡大し、合計では約+2 兆 8512 億円の円買い超過となったものの、1～3 月期が約 ▲10 兆 3984 億円と大幅な円売り超過だったことで上半

期全体として円売り優勢という需給イメージに落ち着いている(なお、1～3 月期の円売りは株や中長期債に対する外国人の売りが増えたことに起因している)。半期ベースでは 2016 年下半年期以来の円売り超過であり、足許の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合う。

～ 対外証券投資の買い越しが進むには厳しい環境 ～

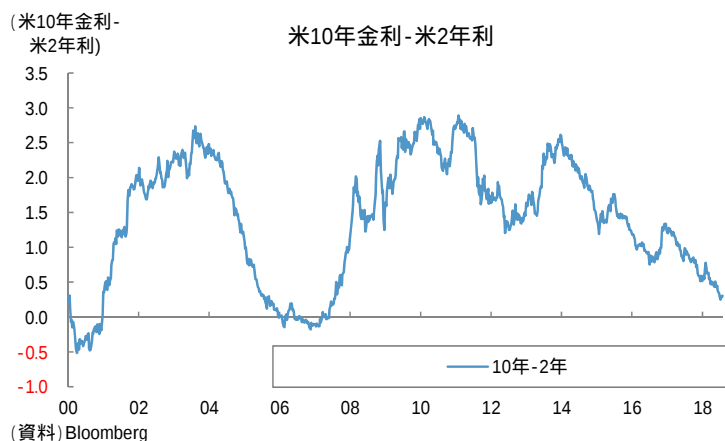
昨年と今年の上半期で最大の違いは対外証券投資の動向である。対外証券投資の買い越しは前年同期差で約 7 兆円増えており、これにより基礎的需給全体の変化を概ね説明できる(右図)。例年通りだが、基礎的需給の帰趨やドル/円相場の流れにとって重要な要素は対外証券投資の動きとなりそうである。2016 年 1 月のマイナス金利導入以降、常々指摘されてきた事実は「悲惨な円金利環



境を前提とすれば機関投資家は対外リスクを取らざるを得ない」という想定であった。拡大する日米金利差を理由に円安を予想する向きが多いのはこうしたロジックに依存していることが殆どである。

しかし、2016 年こそ旺盛な対外証券投資の買い越しが円売り超過をけん引する構図が見られたものの、2017 年はこれが縮小し通年で円買い超過となった。FRB の利上げ路線自体は順調であったが、次第に「将来的な利上げ回数」よりも「利上げの終点」としての中立金利水準に耳目が集まるようになったのである。為替市場との関連で言えば、オープン外債への買い越しを積極化させるには 2017 年初頭時点のドル相場が上がり過ぎていたという側面もあろう。事実、2017 年通年でドル相場は急落した(実質実効ベースで約 ▲7%、ドルインデックスベースで約 ▲10% の下落である)。

上述した通り、2018 年は今のところ対外証券投資の買い越しが相応の大きさを維持しており、このままいけば通年で円売り超過を形成しそうである。だが、先般の日銀による長期金利誘導の目処柔軟化は多少なりとも円債回帰を促すとの声もあり、今後の対外証券投資のブレーキとなるか注目される。既に債券市場では日銀による二の矢、三の矢を予想(期待?)する声も出て



いることを踏まえると、円金利環境の低迷を理由にオープン外債の買い越しが当然視されていた過去 2 年とは投資環境がやや変わり始めていると考えるべきかもしれない。その上で米金利の環境に目をやれば、米 10 年金利と 2 年金利の差は昨日時点で約 30bp まで縮小しており、2007 年 7 月以来の水準をつけている(図)。これはグリーンズパン元 FRB 議長の 17 回利上げが 2006 年 6 月に停止してから 1 年後という時期に合致し、サブプライムショックが発生したタイミングでもある。こ

して米債市場が米景気拡大のピークアウトを示唆している状況下で本邦機関投資家が対外証券投資の買い越しを加速させるというシナリオは俄かには信じ難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8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
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	想定が替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISブレッド～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～気まづい「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	経験則からイメージするドル/円相場場の「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？～