

みずほマーケット・トピック(2018年11月12日)

円相場の基礎的需給環境の現状と展望

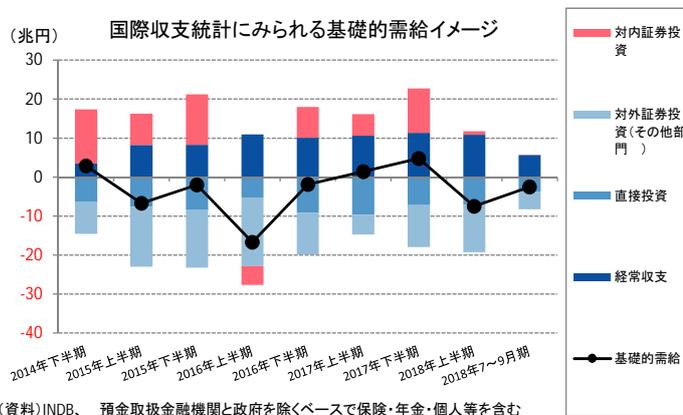
本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス(以下基礎的需給)に関し 7~9 月期までの計数が出揃っているため、定点観測を行う。国際収支統計から試算される 7~9 月期の基礎的需給は約▲2兆5213億円の円売り超過となり、1~9 月期合計で見れば約▲10兆円の円売り超過という仕上がりになった。前年同期と比較した場合は約12兆円、今年の方が昨年よりも円売り超過が大きい。この背景について、影響の大きい順に挙げると、①対内証券投資の減少と②対外証券投資の増加が寄与している。今年下半期に入り、対外証券投資には衰えが見られるものの、「円を売りたい人よりも売りたい人が多い」という基本的な事実は不変である。こうした基礎的需給は年初来の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合うだろう。しかし、円金利を取り巻く環境変化なども考慮すれば、来年の対外証券投資に加速を見込むのは難しいという印象。

~ドル全面安に振れやすい地合い~

米中間選挙というビッグイベントを無風で通過した金融市場は引き続き材料難の状況が続いており、目先では月末の米中首脳会談で両者の摩擦がどの程度収束するかということくらいしか注目点が見出せない。為替市場ではどちらかと言えば、中間選挙がトラブル無く通過できたことを前向きに評価する参加者の方が多そうであり、それは投機筋のドル買いポジションが全く衰えない状況にも現れている。中間選挙直前となる先週6日時点のIMM通過先物取引の状況に目をやれば、主要8通貨の米ドル合成ポジションは、2016年1月5日以来の高水準をつけている¹。その後にドル買いが加速したことを思えば、水準としてはより切り上がっている可能性もあるだろう。それだけポジション解消と共にドル全面安に振れやすい地合いでもあることは留意すべきである。

~「円を売りたい人が多い」という基本的な事実は変わらず~

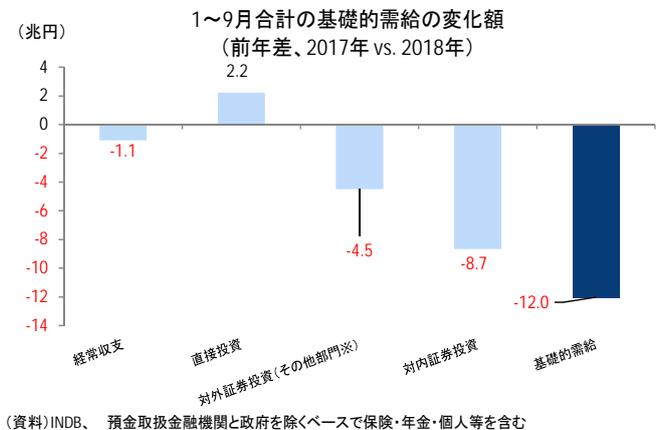
ところで先週8日には、本邦9月国際収支統計が公表されており、本欄で予想の指針とする基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)に関し7~9月期までの計数が出揃っているため、ここで定点観測を行っておきたい。国際収支統計から試算される7~9月期の基礎的需給は約▲2兆5213億円の円売り超過となり、2018年1~9月期合計で見れば約▲10兆円の円売り超過という仕上がりになった(図)。依然として本邦から海外への対外証券投資は安



¹ 今朝発行の『IMMポジション：ドルの買い持ち高は2016年1月5日以来の水準に拡大』をご参照くださいませ。

定的に買い越し傾向にあるものの、下半期に入ってからはその勢いには陰りが見られている。米10年金利が3.2%を断続的に超え始めた10月の対外証券投資を報告機関ベースで見ても、買い越しこそ維持されているが、その水準はむしろ中立に近い²。この流れが続くのかは要注目だろう。

なお、前年同期と比較した場合は約12兆円、今年の方が昨年よりも円売り超過が大きくなっている。この背景として影響の大きい順に挙げると、①対内証券投資の減少、②対外証券投資の増加が寄与している。直接投資(図はネットベース)が円買い方向に寄与しているのは対外直接投資の減少と対内証券投資の増加という2つの動きが重なった結果である。年前半から比較すれば円売りの度合いに衰えが見られるものの、「円を



いたい人よりも売りたい人が多い」という基本的な事実が変わっているわけではない。こうした基礎的需給は年初来の堅調なドル/円相場と概ね平仄が合うものである。

～日銀正常化観測が強まる下で対外証券投資は出づらく～

円相場の基礎的需給の先行きは引き続き小さくない部分が対外証券投資の動向に依存せざるを得ないと思われるが、足許から来年にかけての日銀の政策運営を展望した場合、本邦投資家の対外リスクテイクが加速してくるのは難しいように思える。周知の通り、ここに来て日銀からの情報発信がにわかに正常化方向へ傾斜しており、悲惨な円金利の投資環境に薄日が差し始めているという変化も見られる。こうした中、どちらかと言えば、「外よりも内」という姿勢の変化は現れやすいだろう。

日銀の政策運営を巡っては、10月22日に公表された『金融システムレポート(2018年10月号)』を皮切りに現行の政策運営がもたらす弊害を指摘する動きが多々見られている。10月31日の金融政策決定会合と共に公表された『展望レポート』でも「低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある」と明記され、11月8日に公表された同会合の『主な意見』では「長期金利を長期にわたり『ゼロ%程度』に誘導した場合に、インフレ期待への影響がかえって低減しないかどうか注意が必要である。枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要である」と具体的な政策の提案も示された。ちなみに11月5日には、黒田総裁が名古屋市内の講演で「(デフレ克服のため)大規模な政策を思い切って実施することが最適な政策運営と判断された経済・物価情勢ではなくなっている」と明言しており、「次の一手」が緩和ではないことも認められている。もちろん、今後の日銀の立ち回りを主に規定するのは米国の経済・金融情勢とこれに付随するFRBの政策運営であり、残念ながら日銀ではない。だが、以上に見るように「日銀の政策運営が国内金融機関を痛めつけるリスク」が徐々に論点化しているのは間違いなく、それは即ち昨年来で度々話題になってきたリバーサルレート問題を自認する展開でもある。「マイナス金利はリバーサルレート」という認識が政策委員会内

² 2018年11月8日発行の『対外・対内証券投資の動向』をご参照下さいませ。

で共有されつつあるならば、上の『主な意見』で示されたように「次の一手」は金利変動幅の一段の拡大や誘導年限の短期化(10年から5年へ)などが考えられることになる。

一方、米国に目をやれば景気拡大が歴史的長期間に亘っている中、「政策金利(FF金利)の中立金利超え」というシナリオがパウエルFRB議長の口から示唆されている。かかる状況下で市場参加者が構えるシナリオは、利上げに応じた米経済の減速とその結果としてのFRBの利上げ停止であろう。このまま数次の利上げを既定路線として見なすとしても、ドル/円相場についてはダウンサイドに警戒したい向きが多いと思われる。本欄のメインシナリオもそうした方向感を前提としている。

2018年は基礎的需給の上では円売り超過という結果に終わる可能性が高そうだが、にもかかわらず円安はこの程度しか進まなかった。もちろん、基礎的需給の支えがあったからこそ、これだけリスクオフ材料が満載の年でも円高にならずに済んだという理解も可能かもしれない。しかし、FRBの政策転換が現実的に視野に入り、対外証券投資の加速が期待できない2019年になれば基礎的需給はやはり円買いに傾斜しやすいのではないだろうか。その分、ドル/円相場は支えを失うことになるわけだが、それでも現状の堅調を維持できるのだろうか。筆者は疑問である。

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11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の動所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベネシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月18日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月14日	週末版(「 ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基礎通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続「リーマン」10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～銀寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の愛心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロック」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	債券安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
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～いよいよ「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～
2018年7月17日	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」～米国のクレジットスプ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	混乱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	米中間戦の時～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	また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～米国とイタリアの挾撃～
2018年6月19日	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～「APPI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～)