

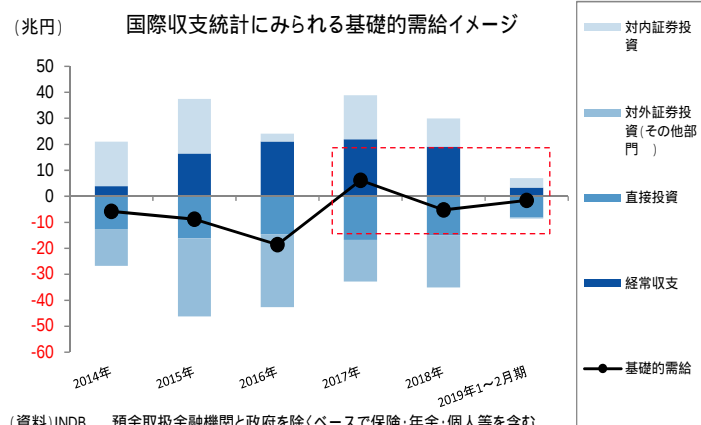
みずほマーケット・トピック(2019年4月9日)

円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～

ドル/円相場は方向感に乏しい地合いが継続している。こうした状況に対し様々な解説が交錯しているが、「そもそも需給が均衡しているから」というストレートな解説もあり得る。本欄では国際収支統計をベースに円の基礎的需給バランスを定点観測しているが、2017年から足許(2019年2月)に至るまで円の需給は売りにも買いにも傾斜していない。2017年から最新分(2019年2月)まで合計してみると▲6300億円と若干の円売り超過だが、スポット取引だけで1日約2兆ドル(220兆円)の取引量を誇る外国為替市場の需給バランスを判定する上では誤差である。少なくとも2017年が史上3番目、2018年が史上1番目(最小)の値幅だったことと、こうした中立気味の需給バランスが無関係ということはないだろう。「均衡」した需給環境がレンジ相場を形成しているという考え方は一理ある。今後の帰趨を握るのはやはり対外証券投資だが、米国の現状を踏まえれば、これが加速して円売りをけん引する展開はやはり難しそう。

～過去2年、円相場の需給は均せば中立という印象～

相変わらずドル/円相場は方向感に乏しい地合いが継続している。こうした状況に対し様々な解説が交錯しているが、「そもそも需給が均衡しているから」というストレートな解説もあり得るかもしれない。本欄では国際収支統計をベースに円の基礎的需給バランス(以下基礎的需給)を定点観測しているが、2017年から足許(2019年2月)に至るまで円の需給は売りにも買いにも傾斜していない(図中、点線四角部分)。

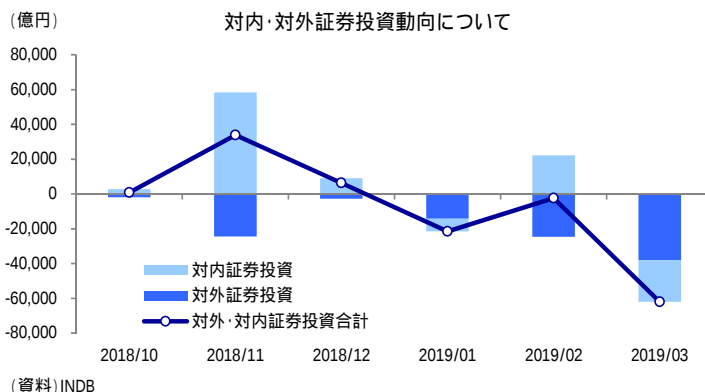


2017年から最新分(2019年2月)まで合計してみると▲6300億円と若干の円売り超過だが、スポット取引だけで1日約2兆ドル(220兆円)の取引量を誇る外国為替市場の需給バランスを判定する上では誤差でしかあるまい。少なくとも2017年が史上3番目、2018年が史上1番目(最小)の値幅だったことと、こうした中立気味の需給バランスが無関係ということはあるまい。「均衡」した需給環境がレンジ相場を形成しているという考え方は一理ある。

～年初来、対外証券投資は好調～

これまで同様、基礎的需給の帰趨を決するのは対外証券投資になるだろう。年末年始にかけて下押しされたドル/円相場は2月、3月と続伸している。偶然か必然かは定かではないが、こうした

値動きは本邦から海外への対外証券投資が膨らんでいることと平仄が合う(次頁図、3月分までの指定報告機関ベース)。1月FOMCで金利、3月FOMCで量という次元で正常化プロセスの停止が決断されたものの、日米金利差は依然相応に残されているという事情も寄与しているのだろう。世界において「金利の付く主要通貨」がドルしかない以上、FRBがハト

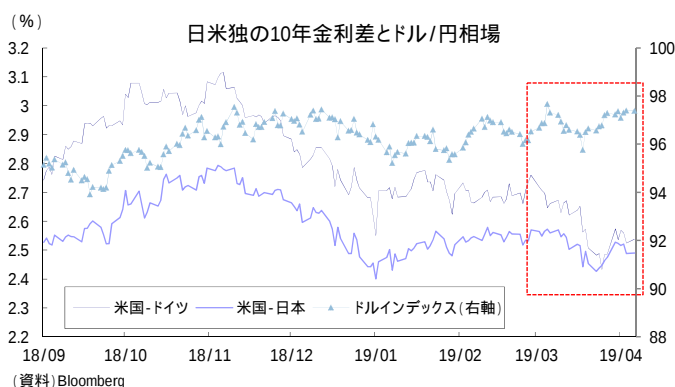


派化しているとは言っても、絶対金利水準のあるドルは手放せないという状況は頷けるものがある。

なお、「利下げが織り込まれているのにドル安にならない」という指摘はよく目にする。これは債券市場が「悪化が見込まれる実体経済の将来」を織り込んでいるのに対し、スポットの為替市場が「良好な実体経済の現状」を織り込んでいるからだろう。今後、債券市場のストーリーを裏付ける経済指標の悪化がついてくれば、為替市場でも利下げがより実感され、ドル安が進んでくると考える。少なくとも金利を尺度として投資妙味を検討する対外証券投資の勢いが今後衰えてくると想定するのはさほど奇抜ではないだろう。本欄のメインシナリオは債券市場に織り込みに近いものである。

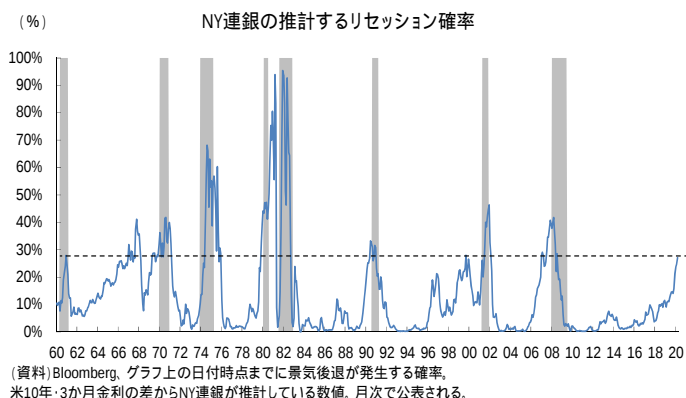
～過去1か月のドル相場は不自然に強い～

とはいえ、「日米金利差は依然相応に残されている」と述べたが、3月以降、米金利は大幅に切り下がっている。4月に入ってから持ち直しているものの、3月初めに2.70%程度だった10年金利は足許では2.50%程度まで切り下がったままだ。これに合わせて日米金利差も切り下がったが、為替市場に目をやればドル相場はむしろ上昇し、ドル/円相場も3月初めの112円



付近から今も大して変わっていない。過去1か月のドル相場の強さには不自然な点もあることは留意しておきたい。何らかのネガティブなショックが訪れた時にドル相場は崩れやすい状況にある。

もちろん、ここから米金利が急騰してドル相場の強さを追認する可能性がないわけではない。しかし、先週5日に公表された米3月雇用統計は平均時給の失速が見られるなど、先々のインフレ懸念を高めるような内容にはなっていない。ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)を見ても、5年・10年・30年いずれの年限も2%を大きく割り込んでいる。ニューヨーク連銀が月次で公表す



るリセッション確率(足許から12か月以内にリセッションに入る確率、図)は3月分が27.08%と2008年7月以来の水準まで高まっている。過去の経験を元にすれば、ここまでリセッション確率が高まった時にリセッションにならなかったことの方が少ない。もちろん、2020年の再選に向けてトランプ政権が無策のまま選挙に突入することはないという見方もある。しかし、拡張財政で景気浮揚を図ろうにも、FRBの正常化プロセスを経て、米金利が上昇しやすい地合いにあることは否めない。米金利が上昇すれば再び株価の動揺は避けられないだろう。2018年に見た通りである。

かかる状況下、米金利が持続的な上昇局面に入るという想定はやはり難しいように思える。需給の均衡を打破するほどの対外証券投資が発生し、ドル/円相場の加速が発生するというシナリオは当面想定し得ないというのが引き続き筆者の基本認識である。米経済が退潮となるタイミングでは本邦投資家のリスク回避姿勢も強まり、対外証券投資はどちらかと言えば、売り越しに傾きやすい。結果、基礎的需給は対外証券投資が減速するに伴い円買い超過に振れる可能性を見込んでいる。

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
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを極めるがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
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勘所～)
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～