

みずほマーケット・トピック(2019年9月11日)

均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境

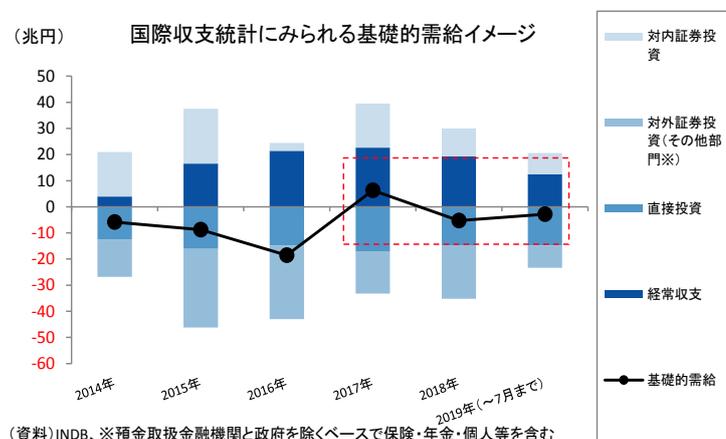
ドル/円相場は 106 円を挟んで「±1.50 円」のレンジから脱し切れていない。レンジ相場は需給環境からも透けて見える事実。円相場の基礎的需給バランスは均衡状態が続いている。最近の基礎的需給を大きな構図で見ると、「増える直接投資」と「減る対外証券投資」が相殺しあっている。見方を変えれば、直接投資が勢いを維持できているからこそ大きな円買い傾斜にはなっていないわけだが、今後もこのバランスが保たれるか確証は持てない。FRB を取り巻く政治・経済の状況を考慮すれば「減る対外証券投資」は当面続いて不思議ではないが、米中貿易摩擦が激化しグローバルなサプライチェーンの行く末が読みづらくなっている中で「増える直接投資」が続くかどうかは不透明である。2000 年以降を振り返れば、ドル/円相場の振幅が小さくなっている背景に基礎的需給の振幅も小さくなっているという事実は注目に値する。

～「リセッションありき」の修正～

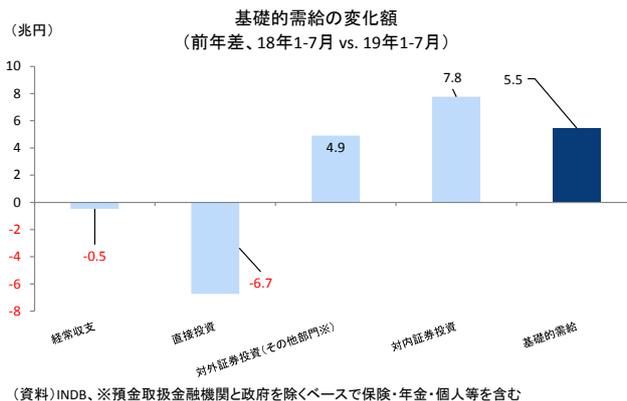
金融市場ではリスク許容度の改善に伴って米金利を初めとして世界的な金利上昇の流れが見られており、ドル/円相場もこの流れに沿って約 1 か月ぶりの高値圏で推移している。何が現状のムードをけん引しているかは定かではない。米中貿易戦争の行方がやや楽観に傾いていること、ECB の量的緩和が先送りされる可能性が高いこと、英国において EU 離脱延期法案が成立したことなどが取りざたされるが、いずれも決定打とは言いにくい。金利については 8 月の下げがあまりにも性急だったことの反発ということがあるのかもしれない。確かに「リセッションありき」で様々なシナリオが立てられていたムードには過剰さがあった。とはいえ、米雇用市場が既に成熟化していること、トランプ米大統領が金利とドルの下げ方向を強く望み続けるであろうことを踏まえると FRB が見通せる将来において金利を上げるような話にはなりそうになく、引き続き下方リスクは大きいと考える。

～均衡状態は変わらず～

8 月以降のドル/円相場は激動という印象もあるが、実際のところは 106 円を挟んで「±1.50 円」のレンジから脱し切れていない。これは需給環境からも透けて見える事実だ。右図は国際収支統計を元に本欄で見通し策定の指針としている基礎的需給バランスの現状である。最新となる 1～7 月期合計で基礎的需給は約▲2.8 兆円と若干の円売り超過であるものの、近年続いている一種の均衡状

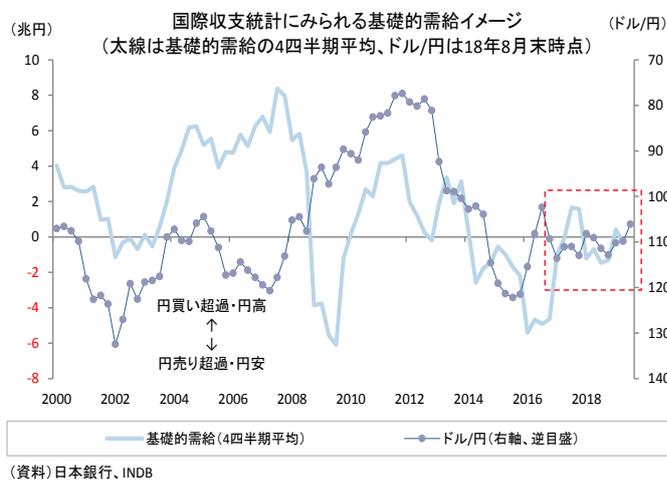


態から抜け出せているイメージはない。しかし、均衡の中身も徐々に変わってきている。右図は各項目について今年 1～7 月期と前年同期(1～7 月期合計)を比較したものである。クロスボーダーM&Aの隆盛を背景に直接投資が円売りをけん引する一方、対外証券投資を通じた円売りは勢いが衰えている(マイナスの資本フローを意味する円売りが減少したので符号はプラスとなる)。FRB がハト派色を強める中、本邦から海外への投資意欲も減退していることだろう。大きな構図として「増える直接投資」と「減る対外証券投資」がぶつかり合う傍らで、債券を中心として対内証券投資が増加し、過去 1 年では円買いに傾いたという事実がある。2018 年までは FRB の正常化プロセスが継続することを前提として対外証券投資も相応に増え続けるという前提があったが、今年からは減少に転じている。直接投資が勢いを維持できているからこそ大きな円買い傾斜にはなっていないが、今後もこのバランスが保たれるか確証は持てない。筆者は FRB を取り巻く政治・経済の状況を考慮すれば「減る対外証券投資」は当面続いても不思議ではないと考えるが、米中貿易摩擦が激化しグローバルなサプライチェーンの行く末が読みづらくなっている中で「増える直接投資」が続くかどうかは怪しいものがあると考えている。



～基礎的需給とドル/円相場の振幅～

2000 年以降に関し、基礎的需給の趨勢とドル/円相場の動きを重ねたものが右図となる。ドル/円相場の振幅が小さくなっている背景に基礎的需給の振幅も小さくなっているという事実があることはやはり無視できないように感じられる。ドル/円相場が方向感を失い始めた 2017 年前後から基礎的需給の趨勢も均衡付近で推移し始めていた。2019 年もこのままいけばドル/円相場のレンジは 8.30 円と 2 年連続で史上最小を更新する異常事態になる。その背景として AI 取引の普及や世界経済の安定を指摘する声など様々だが、単純に「需給が傾いていないから」というだけである可能性もあるのではないかと。



市場営業部
 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9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～)
2019年9月5日	プレジデントを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の見解～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会プレビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
2019年7月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月18日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月17日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株値を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株値ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米が替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(中央銀行の独立性)とトランプの口先介入～「失言」と割り切った良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～踏けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月19日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月18日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月17日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月16日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
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～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡る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)