

みずほマーケット・トピック(2019 年 10 月 10 日)

円相場の需給環境について～縮小均衡～

国際収支統計を元に計算した 1～8 月の円の基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)は約 ▲1.6 兆円の円売り超過で相変わらず需給の傾きは見られていない。基礎的な経済指標からドル/円相場の方向感を見定めるのが難しい状況が続いており、だからこそ米中協議のヘッドラインなど定性的な材料に右往左往せざるを得ない側面が相対的に大きくなっているのかもしれない。現状では経常黒字の増加が頭打ちになる一方で、対外証券投資の買い越しも頭打ちになっている。つまり円買い圧力が後退する一方で、円売り圧力も後退しており、需給は縮小均衡している印象。もちろん国際収支に反映される計数だけで判断すべきではないが、円の取引量が細っており、これが近年の動かない円相場を形成している可能性もある。

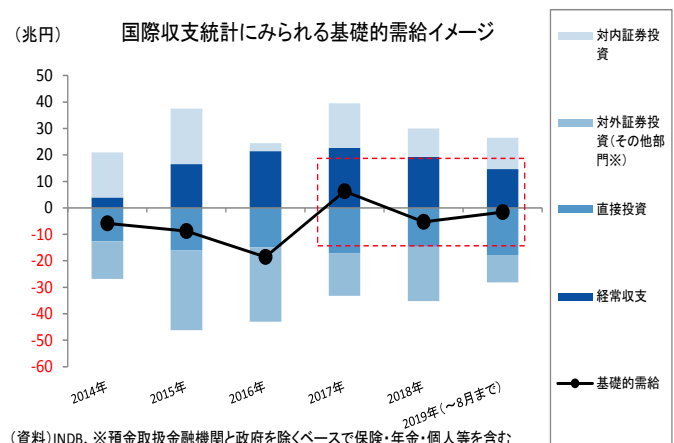
～協議の進展・後退は今後も日常風景に～

本日東京時間午前も米中次官級および閣僚級協議を巡るヘッドラインに右往左往する展開が続いている。朝方には何の進展もなかったことを報じられ、劉鶴副首相も協議を切り上げ本日(10日)にはワシントンを発つとも報じられ一時は円買いが進んだ。しかしその後は「やはり 11 日まで滞在」と報じられ、部分合意の一環で通貨協定が締結されるという報道も見られている。結果としてドル/円相場も 107 円台後半まで値を戻している。

市場はもう食傷気味だろう。結局、米中「貿易」協議とはいいながらも、その先には次世代技術や安全保障面での覇権争いが視野に入っており、もはや貿易や通商といった次元ではなくなっている。そうした国の威信を賭けた「重いテーマ」が直ぐに完全解決を見ることが自体が無理筋であり、協議の進展・後退を巡るヘッドラインは今後、年単位で交錯する日常風景になってくると考えられる。金融市場の感応度も次第に薄れてくることが予想され、現に少しずつそうになっているようにも見える。

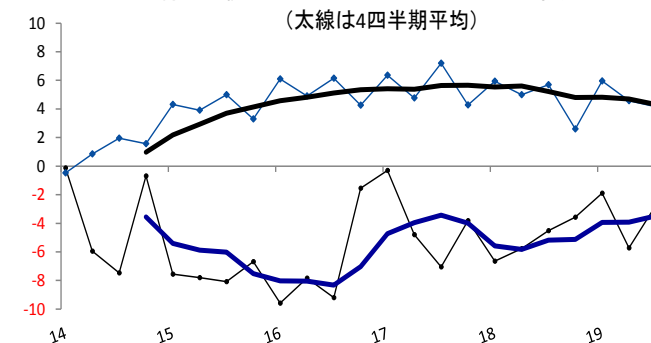
～円の為替取引は細っているのか～

ところで一昨日には本邦の 8 月国際収支統計が公表されている。1～8 月の基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)は約 ▲1.6 兆円の円売り超過で相変わらず需給の傾きは見られず均衡している。基礎的な経済指標からドル/円相場の方向感を見定めるのは難しい状況が続いており、だからこそ冒頭述べたように、結局は定性的なヘッドラインに右往左往する羽目になっているという面もあるかもしれない。この均衡は「縮小」均衡の色合いも孕むも



のだ。図に示されるように基礎的需給の趨勢は経常収支と対外証券投資の多寡で決まる印象が強い(直接投資も大きいがこれは変動が限られている)。この2項目に関し過去5年間の趨勢をみると右図のようなイメージになる。経常黒字の増加が頭打ちになる一方で、対外証券投資の買い越しも頭打ちになっている様子が窺える。要するに円買い圧力が後退する一方で、円売り圧力も後退していると読み替えられ、結果として需給が縮小しつつ均衡している面はあるように思える。もちろん、国際収支に反映される計数だけで判断すべきではないが、円の取引量が細っている中で近年の動かない相場が形作られている可能性もある。

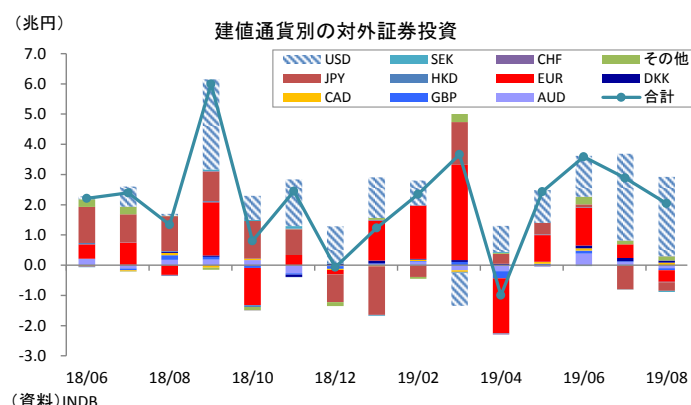
国際収支統計にみられる経常収支と対外証券投資(※)
(太線は4四半期平均)



(資料) INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

～復調するドル建て投資～

建値通貨別に対外証券投資を見ると、今年上期にはフランス国債に象徴されるユーロ建て資産への投資に勢いが見られていたが、マイナス金利の深掘りが予見される状況で下期に入り失速している。片や、ドル建て資産への投資は下期に入り増え始めている。利下げ路線という意味ではユーロと状況は同じなのだが、やはり絶対金利水準の高さが選好されているということだろうか。今年6月からFRBは利上げから利下げに政策運営を急旋回させたわけだが、その動きが示唆され始めた4月頃からドル建て資産への投資意欲は戻り始めているようにも見える。結局、米金利が低下する局面ではその他の金利も軒並み押し下げられていることが多い。ゆえに、消去法的に「ドルしか買うものがない」という状況が残され、「FRBのハト派傾斜」と「ドル高」が併存し、相場の読みを難しくしているという事実がこの建値通貨別の動きからは透けて見える。だが、米10年金利が1%を割り込むような展開に至っても、そのような状況は持続できるだろうか。階層化システムを導入したとはいえ、マイナス金利圏にある円やユーロの金利は下限が近いと考えるべきだろう。一方で米金利の低下余地はまだ大きいはずだ。だからこそ、実効ベースでも高止まりが続いているドル相場の調整に備えることがリスクマネジメント上、適切であるように思える。



(資料) INDB

うか。今年6月からFRBは利上げから利下げに政策運営を急旋回させたわけだが、その動きが示唆され始めた4月頃からドル建て資産への投資意欲は戻り始めているようにも見える。結局、米金利が低下する局面ではその他の金利も軒並み押し下げられていることが多い。ゆえに、消去法的に「ドルしか買うものがない」という状況が残され、「FRBのハト派傾斜」と「ドル高」が併存し、相場の読みを難しくしているという事実がこの建値通貨別の動きからは透けて見える。だが、米10年金利が1%を割り込むような展開に至っても、そのような状況は持続できるだろうか。階層化システムを導入したとはいえ、マイナス金利圏にある円やユーロの金利は下限が近いと考えるべきだろう。一方で米金利の低下余地はまだ大きいはずだ。だからこそ、実効ベースでも高止まりが続いているドル相場の調整に備えることがリスクマネジメント上、適切であるように思える。

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10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
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
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、需払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは120割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～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～下期以降の景色は半分変わりそう～)
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失言～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」
	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22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19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18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当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価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価ではなく金利～
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～
	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	米為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	ブレグジット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」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機家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