

みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 11 日)

円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～

円の基礎的需給バランスは依然として売り買い拮抗のイメージが続いている。近年の基礎的需給の振幅は明らかに小さくなっており、それゆえにドル/円相場の動きも制約されているという疑いはやはり抱かれる。BIS 調査に示されるように取扱高も減っているわけだが、「取扱高も減っている上に、売り買いも拮抗している」とあれば、値動きが失われるのは至極当然の帰結にも思えてくる。なお、古くから需給環境を把握する基礎収支という概念がある。短期的な相場を見通すには不適切な尺度だが、危機後、日本の基礎収支が緩やかに黒字から均衡、そして赤字に向かっているのではないかというイメージは確認できる。世界最大の対外債権国である日本の円の信認が早晚瓦解することは考えにくい、構造変化はゆっくりと進んでおり、これが近年の「悪いことが起きても大して円高にならない」という相場に繋がっている可能性はある。

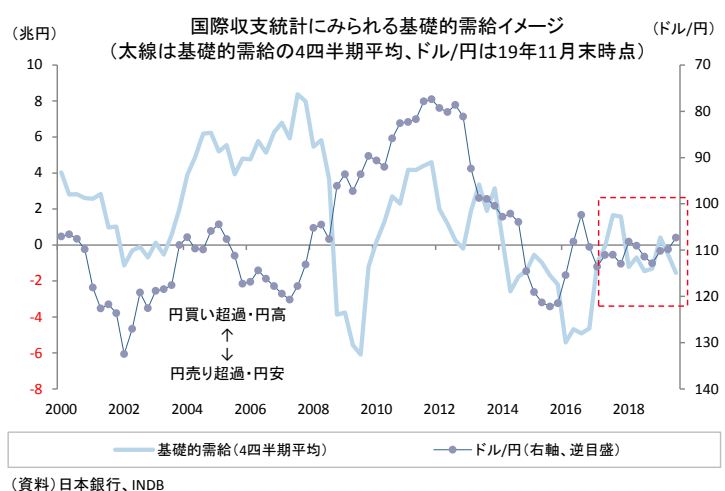
～「延期」はあっても「解決」はない～

12 月 15 日に控えた対中関税引き上げについては日増しに延期を見越した報道がでていますが、確定的な報道は出ていない。ただ、少なくとも現在の金融市場は延期を前提とした取引が支配的になっており、そうならなかった時のリスクを重く見積もるべきだろう。トランプ米大統領は既に「解決は大統領選挙後でも構わない」といった趣旨の発言をしていることから、15 日の発動延期は文字通り「延期」でしかなく「解決」には程遠い状況であることを 2020 年も意識し続けなければなるまい。

～相変わらず売り買い拮抗～

ところで一昨日には本邦の 10 月国際収支統計が公表されている。1～10 月の基礎的需給バランス(以下単に基礎的需給)は約▲7.4 兆円の円売り超過でやや円売りに傾斜しているものの、前年同期(2018 年 1～10 月計)が約▲10.3 兆円だったことと比較すると売り買い拮抗のイメージが強まっている印象はある。過去の本欄でも議論したように、基礎的な需給環境からドル/円相場の方向感を見定めるのは難しい地合いだと言わざるを得ない。

米中貿易戦争のような日替わりの定性的なヘッドラインに右往左往せざるを得ないのは寄って立つ需給環境が均衡しているからではないかという仮説はかつての本欄でも議論した通りである。かねてより論じているように、基礎的需給の趨勢は経常収支と対外証券投資の動きに依存し



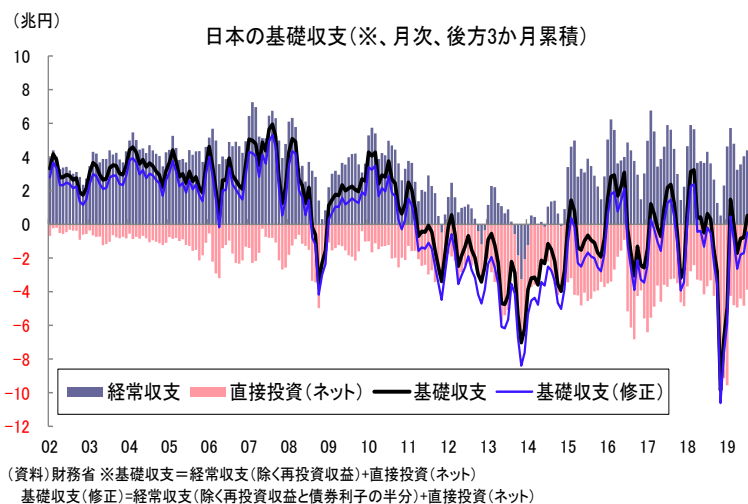
ている。近年では直接投資の金額も大きいですが、これは「安定的な円売り」であって、変動するものではない。前頁図に示されるように近年の基礎的需給の振幅は明らかに小さくなっており、それゆえにドル/円相場の動きも制約されているのではないかという疑いはやはり抱かれる。

なお、過去の本欄 2019 年 11 月 12 日号『動かない相場の背景にある「円の不人気」』でも議論したように、日本円や東京市場の取扱高自体が退潮気味であることは国際決済銀行 (BIS) 調査の結果として出ている。「取扱高も減っている上に、売り買いも拮抗している」とあれば、値動きが失われるのは至極当然の帰結だろう。さらに言えば「対外純資産残高において円に還流しない直接投資残高が増えていること」、「マイナス金利であり、金融政策上の論点にも乏しい円を取引する誘因がないこと」なども踏まえれば、狭いレンジにも相応の理があるように思えてはくる。

～基礎収支で捉える構造変化～

国際収支から把握する需給環境の代表的な計数として経常収支に長期資本収支を加えた基礎収支という概念は古くから注目されてきた。国際収支を構成する経常収支と資本収支のうち、後者に関しては為替や金利の変動に応じて短期的に大きな変動をする部分もあるため、これを除いたものを長期資本収支と見なし、基調としての国際収支を把握しようという尺度である。この基礎収支が安定しているほど通貨の信認が厚いという解釈になる。もっとも、国際資本移動が大規模かつ高速化している現代においては国際収支の計数が示す決済能力よりも、金融市場における期待の振幅の方が大きな影響力を持つてしまうことが殆どであるため今や基礎収支で通貨の信認を議論することは時代遅れという側面もある。とはいえ、「円の信認が崩れるのはどれくらい先のことになるか」という照会はやはり断続的に頂くことも事実であり、そのような論点に対応するにあたっては基礎収支で表現される対外経済部門の「強さ」も依然参考になると筆者は考えている。

図に示されるように、本邦の基礎収支を巡るイメージは金融危機後、変化を迎えつつあるように見える。第一次所得収支を主軸として(というよりもそれが殆どだが)経常黒字は依然として巨額であるものの、日本企業の対外直接投資が隆盛を極める中で基礎収支を赤字方向に引っ張る力が強まっているのが実情である。だが、本欄では繰り返し論じていることだが、第一次所得収支は黒字として計上されるものの、それが円買いとして



還流してくる割合は貿易収支に比べればかなり低いと思われる。国内へ還流しないことが分かっている再投資収益を除くと第一次所得収支の黒字は 5 兆円程度、小さくなる。図の「基礎収支」はこれを考慮している。だが、国内へ還流してこないであろう項目は再投資収益以外にもある。例えば、海外債券の利子も小さない部分が再投資されると推測される。これを全て除くと年間で約 20 兆円ある第一次所得収支の黒字は 6 兆円強まで縮小してしまう。もちろん、債券利子の全てが再投資さ

れる(≡国内に還流しない)わけではないので、仮に債券利子の半分が還流してこなかった場合を考慮したものが前頁図の「基礎収支(修正)」である。足許では「基礎収支」は黒字だが、「基礎収支(修正)」は赤字である。もっとも、あくまで仮定のイメージゆえ、符号の差異に神経質になる必要はない。しかし、金融危機前は黒字だった基礎収支が対外直接投資の急増を主因として概ね均衡イメージにシフトしているように見えるというのは忘れてはならない重要ポイントではないか。

世界最大の対外債権国である日本の円の信認が早晚瓦解することは考えにくいものの、構造変化はゆっくりと、しかし確実に進んでおり、これが近年の「悪いことが起きても大して円高にならない」という相場に繋がっている可能性はあるだろう。

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12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事實上、'2度目の国民投票、～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～'ツケ'が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～'結束(unity)'と財政政策～)
2019年11月20日	'ドル化した世界'で進む'金融政策の一本化'
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	'株価の虞'と'予防的緩和'について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の'overhaul(刷新)'ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の'弱さ'源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と'ドル化した世界'という悩み
2019年11月12日	動かない相場背景にある'円の不人気'
2019年11月11日	'公的デジタル通貨 vs. リブラ'の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の'生き字引'～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感'5円'以下という異例～
2019年10月23日	'リブラ'阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい'10月31日'の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった'ずる賢さ'～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
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政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブregジットを巡る論点整理～ポンド/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年上半年期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
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～