

みずほマーケット・トピック(2020年2月13日)

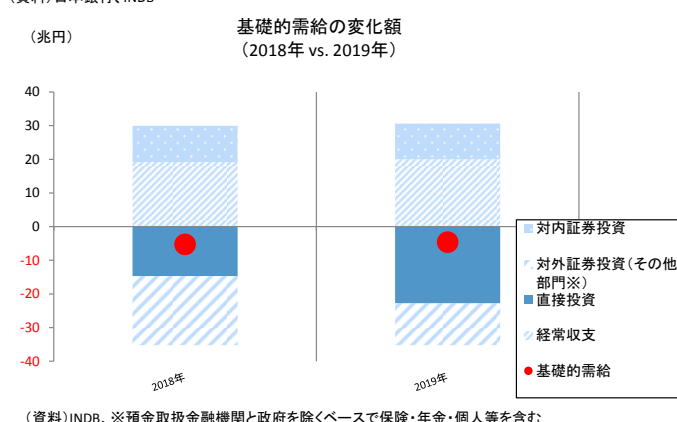
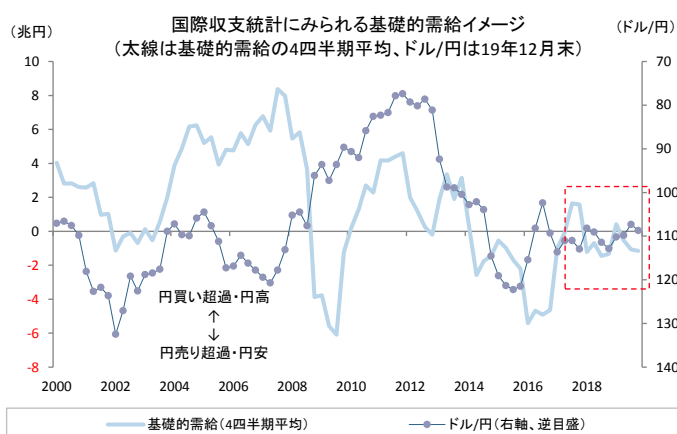
それほど信頼できない「3月円高説」の実情

2019年通年の国際収支統計を元に円相場の基礎的需給環境を整理。2019年の基礎的需給は▲4.6兆円の円売り超過で2018年の▲5.3兆円からほぼ横ばい。本欄では繰り返し論じてきたが、ドル/円相場が動意を失っている背景には、そもそも需給の偏りがなくなっているからという視点もあり得る。2017年以降、基礎的需給の振幅は明らかに失われており、これがドル/円相場の低ボラティリティ化に繋がっている印象も。これから3月末にかけて本邦企業による配当金フローが注目される時期に入る。とりわけ、近年のクロスボーダーM&Aブームの結果、「現地法人からの資金回帰(レパトリ)が円高圧力になるのでは」との観測は尚のこと浮上しやすい。しかし、過去20年を振り返ってみると円高・円安ともに10回ずつで3月円高説はそれほど信用できず。確かに、第一次所得収支においてM&Aの果実とも言える直接投資収益は存在感を高めているが、その増分の多くが外貨のまま戻ってこない再投資収益として計上されている。

～偏りの無い円の基礎的需給環境～

金融市場では新型肺炎リスクの後退をテーマに取引が進んでおり、リスク許容度の改善に任せてユーロや円、スイスフランなどが売られている。新型肺炎についてこうした解釈が本当に適切なものなのか筆者には判別がつかない。だが、昨日時点でWHO(世界保健機関)が終息時期について「見通せない」と述べていることなどを見ると、楽観が行き過ぎているようにも感じられる。

ところで今週10日には本邦12月国際収支が公表されている。これにより本欄で予想の指針として注目している円相場の基礎的需給環境¹について2019年通年分を振り返ることが可能になっているので現状を整理しておきたい。2019年の基礎的需給は▲4.6兆円の円売り超過で2018年の▲5.3兆円からほぼ横ばいだった。本欄では繰り返し論じてきたが、ドル/円相場が動意を失っている



¹ 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したものから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数。

背景には、そもそも需給の偏りがなくなっているからという視点もあり得る。前頁図(上)に示されるように、2017 年以降(点線四角部分)、基礎的需給の振幅は明らかに失われ、これがドル/円相場の低ボラティリティ化に繋がっている印象は抱かれる。2018 年(9.99 円)と 2019 年(8.30 円)のドル/円相場は共に史上最小レンジを更新したわけだが、両年の基礎的需給環境は殆ど変わっていないことも興味深い(前頁図・下)。アウトライイト取引が基本となる貿易収支もそれぞれ▲1.2 兆円、▲1.6 兆円と年間としては穏当な赤字幅だったことなども踏まえると「単に需給が偏っていないからドル/円相場もレンジ取引が続いた」という説は一考に価する。ちなみに 2017 年の貿易収支は+2.9 兆円の黒字だったので、2017～2019 年を合計すると概ね均衡していたことになる。

～3 月円高説にそれほどの根拠はない～

これから 3 月末にかけて本邦企業による配当金フローが注目される時期に入る。とりわけ、近年のクロスボーダー M&A ブームの結果、「現地法人からの資金回帰(レパトリ)が円高圧力になるのでは」との観測は浮上しやすいと思われ、例年、そのような照会を頂くケースも増えている。

周知の通り、既に日本の経常黒字はほぼ全てが第一次所得収支であるため、確かにその構成項目である配当金(正確には配当金・配分済支店収益)の存在は気になるものだ。そもそも、近年に限らず、東京市場では年度末の円高観測(≒期待)は風物詩のように語られる風潮がある。とはいえ、そうした「3 月円高説」は実績を伴う話ではない。試しに過去 20 年(2000 年から 2019 年の計 20 回)を振り返ってみると円高・円安ともに 10 回ずつで円高傾向が目立つわけではない(右表)。なお、この 20 年を 2000～2009 年の 10 年と 2010～2019 年の 10 年に分けて

考えてみると前者が「円安 4 回、円高 6 回」、後者が「円安 6 回、円高 4 回」であり、ここにも著しい偏りは見出せない。敢えて言えば、2016～2019 年の 4 年連続で円高になっているため、今年も・・・と期待する向きはあるかもしれないが、その 4 年間の円高とてごく僅かな値幅で起きたものである。3 月円高説はそれほど信用の置けるものではない。

各年の3月の相場

	始値	終値	円高/円安
2000年	110.23	102.8	円高
2001年	117.35	126.22	円安
2002年	133.35	132.75	円高
2003年	118.21	118.04	円高
2004年	109.06	104.25	円高
2005年	104.62	107.15	円安
2006年	115.78	117.78	円安
2007年	118.55	117.82	円高
2008年	103.62	99.7	円高
2009年	97.85	98.98	円安
2010年	89.05	93.47	円安
2011年	81.78	83.13	円安
2012年	81.14	82.85	円安
2013年	92.6	94.25	円安
2014年	101.58	103.22	円安
2015年	119.595	120.145	円安
2016年	112.69	112.57	円高
2017年	112.75	111.4	円高
2018年	106.66	106.31	円高
2019年	111.4	110.82	円高
			円高
			10回
			円安
			10回

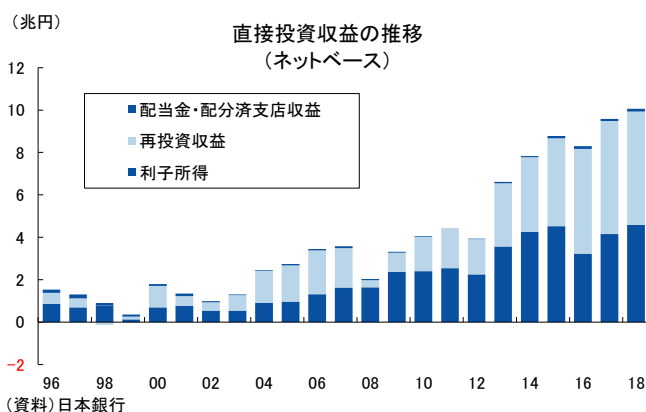
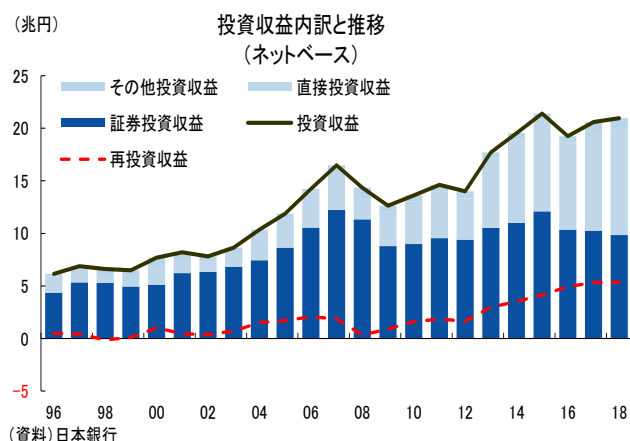
(資料)Bloomberg

～レパトリのない再投資収益が増加傾向～

確かに次頁図(左)に示すように、過去 10 年で本邦の投資収益(ほぼ第一次所得収支の黒字と見なせる)の半分が直接投資収益になりつつあるという構造変化が確認できるため、海外法人からの配当金という資金回帰に期待する筋合いはある。だが、次頁図(右)に示すように、同期間における直接投資収益の増分の多くは再投資収益に由来している。もちろん、配当金も増えているので、「3 月の資金回帰による円高」は配慮する価値はあるが、増分の多くが外貨のまま海外投資に回さ

れる再投資収益であることは重要な事実であろう。こうしたフローの性質を踏まえると、「近年のクロスボーダーM&A ブームの結果、年度末の資金回帰が円高圧力になる」という説は一考に値しつつも、それほどの影響力は持ち得ないというのが実情と考えたいところだ。繰り返しになるが、実績からも「3 月円高説」は説得力は感じられないものである。

こうした「世界最大の対外純資産国というステータスは不変だが、戻ってこない円が増えている」という事実はこれからの円ひいては日本経済を展望する上では極めて重要な構造変化である。近年、「安全資産としての円買い」が勢いを失っていることを捉えて短絡的に「円は安全資産ではなくなった。日本は衰退している」といった悲観論に繋げる向きもあるが、実態としては「安全資産には変わりはないが、債権構造が変わった結果として円高にはなりにくくなった」というのが正確かと思われる。



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
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ボンド相場の現状と展望～速すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
2020年1月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月15日	週末版
2020年1月14日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月10日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
2019年12月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月17日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月16日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
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～事実上、「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」
2019年11月19日	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18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	「株価の腐」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	動かない相場の背景にある「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～
2019年10月18日	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16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～
2019年9月24日	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、露払いはいしたいところ～)
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リバランス効果