

みずほマーケット・トピック(2020年7月1日)

円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～

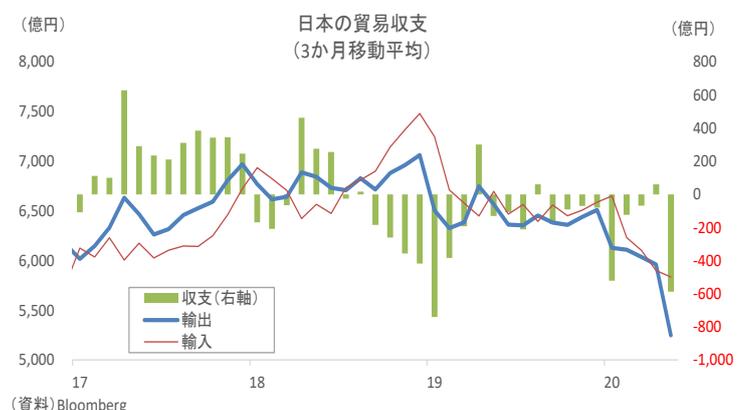
本欄では『金利差の無い世界』、中長期的には『物価差の無い世界』が想定される以上、相場見通しにおいては需給分析の相対的な重要性が増すと述べてきた。この点、「世界最大の対外純資産国」という地位は需給分析において最上位にある概念であり、「危機に強い通貨」としての円の地位は盤石というのが筆者の基本認識。とはいえ、年1回しか公表されない対外資産・負債のデータだけでは分析に困る。やはりフローの動静に着目することも必要。フローの計数の代表は貿易収支そしてこれを包含する国際収支だが、いずれも円売り優勢という現状。全体として、「ストック円高、フロー円安」という大きな世界観を抱いた上で、目先の金利動向に目を配りながら方向感を検討していくというのが今後の円相場見通しの基本に。結局、金利差は固定され、需給面(ストック面・フロー面)からも大きな偏りを見出せない中でレンジ取引に終始するというのは必然の帰結なのかもしれない。

～需給分析:ストックとフロー、どちらか大事か～

本欄ではコロナショックが本格化した3月以降、『金利差の無い世界』、中長期的には『物価差の無い世界』が想定される以上、相場見通しにおいては需給分析の相対的な重要性が増すと述べてきた。この点、「世界最大の対外純資産国」という地位は需給分析において最上位にある概念であり、「危機に強い通貨」としての円の地位は今も盤石というのが筆者の基本認識である。なお、対外資産・負債というストックの概念は毎年の経常黒字・赤字というフローの概念の積み重ねだ。通貨の先行きを考える上ではストックもフローも当然重要だが、その国の「対外経済部門の形」を象徴しているのは、どちらかと言えばストックであり、「通貨の耐久性」を考える上でもこちらの方が重要と筆者は考えている。事実、往時の迫力は失われているが、「危機時に買われる通貨」としての円は健在であり、これはそうした局面で資本流出懸念と共に大幅下落する新興国通貨と対照的だ。

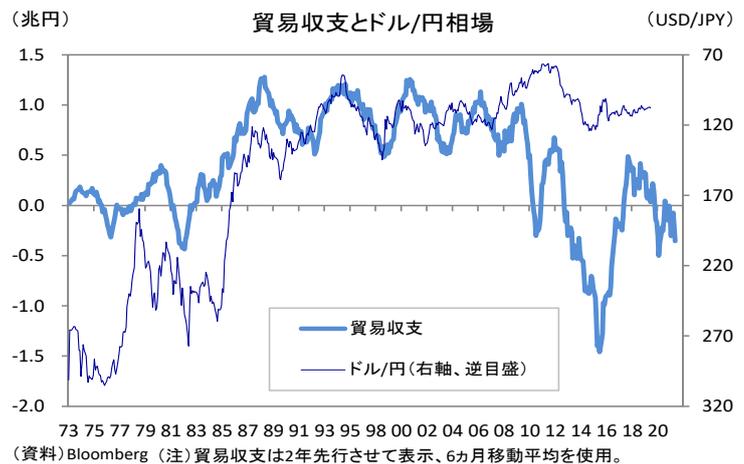
～フローは円売りを示唆～

とはいえ、為替相場の現状と展望を検討するにあたっては年に1回(5月頃)しか公表されない対外資産・負債のデータは使い勝手が悪い。当面の為替相場を議論するにあたっては、やはりフローの動静に着目することで得られる情報は少なくない。フローの計数の代表が貿易収支だろう。絶対額の規模は資本取引に劣るものの、貿易収支の黒字・赤字は



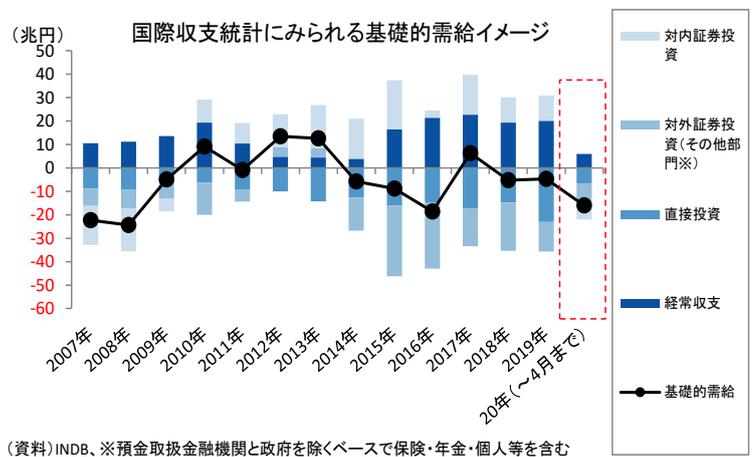
そのままアウトライト(売り切り・買い切り)の売買が想定されるため、相場の方向感に影響を与えやすいと考えられている。この点、日本の貿易収支の現状を見ると、過去 2 か月(4~5 月)は合計で ▲2 兆円弱と大きな赤字を記録している。原油価格の急落を背景とした輸入急減から貿易収支は黒字化が想定されたが、輸入以上に輸出が減ることで赤字が続いている(前頁図)。しかし、世界各地で経済活動が再開される中で、例えば中国の自動車販売などは 4 月以降、前年比で増勢を取り戻しているという動きも出始めている。足許の赤字傾向が通年の貿易収支を規定するかどうかは判断を保留すべきであろう。

なお、本邦の貿易収支で赤字が目立ち始めたのは最近 1~2 年の話でもある。ドル/円相場が貿易収支に 2 年程度遅行すると仮定すれば、「需給面からはそもそも円高になりにくくなっている」という見方はあっても良いかもしれない(図)。もっとも図示される通り、金融危機以降、貿易収支とドル/円相場の関係性は明らかに希薄化しているため、黒字か赤字かといった二元論をそのまま相場見通しに当て嵌めることには慎重になった方が良いでしょう。



～基礎的需給バランスは・・・～

また、貿易収支はあくまで国際収支の構成項目でしかない。より包括的にフローの面から為替相場を分析するならば国際収支を仔細に見ることが必要になる。この点、本欄では国際収支統計のうち、為替市場に影響を与えそうな項目を積み上げ、基礎的需給バランスと称した計数を算出し、相場見通しの指針としてきた。この動きを示したものが右図である。2 年連続で史上最小値幅を更新していた 2018~19 年は基礎的需給バランスも殆ど均衡したような地合いにあった。



本稿執筆時点では 4 月時点までの国際収支統計が明らかになっているが、1~4 月合計の基礎的需給は約 ▲16 兆円と大幅な円売り超過である。前年同期(2019 年 1~4 月)は約 ▲522 億円、一昨年同期(2018 年 1~4 月)は約 ▲7.6 兆円だったことを思えば、相応に大きな変化と言える。こうした背景には経常黒字が減少しているほか、海外から日本への対内証券投資が大幅な売り越しに転じていることも影響している。

だが、2~4 月の 3 か月間はコロナショックを受けた「悲観の極み」とも言える局面であり、現在見られている動きが常態化するとは言えない。5 月以降の資産価格の戻りを見る限り、5 月や 6 月は

全く異なった構図になる可能性もある。とはいえ、上述の貿易収支は元より、国際収支全般を勘案した基礎的需給バランスに照らしても円高を正当化しづらくなっているという事実は否めない。

～直接投資が取り崩されるリスクはないのか？～

本欄では繰り返し論じてきたように、近年、「リスクオフの円買い」を衰退させてきた一因は本邦企業部門による対外直接投資（≒クロスボーダーM&A）の隆盛と考えられる。より厳密に言えば、そのトレンドが定着したことで対外純資産残高に占める直接投資残高のシェアが拡大し、それが「リスクオフの円買い」を抑制したと筆者は推測している。対外直接投資は貿易赤字と同様、「円の売り切り」と考えられ、実施された後は根雪のように対外純資産残高に埋め込まれる。この点、相場ムードが悪くなった際、外国債券を売って円貨に戻すケースは想像できても、買収（直接投資）した海外企業を売って円貨に戻すケースは想像しにくいだろう。対外純資産残高において直接投資がシェアを伸ばすほど、「リスクオフの円買い」は起きにくくなる、というのが筆者の仮説である。

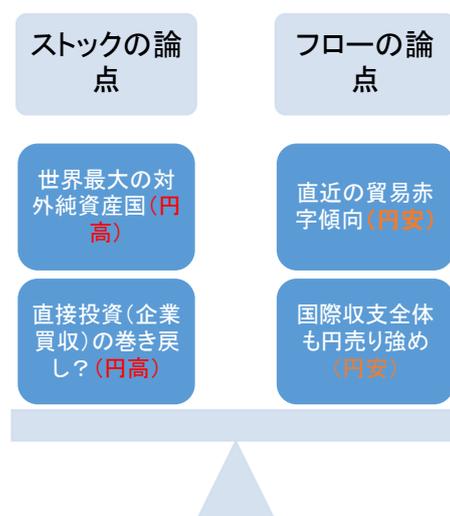
だが、企業部門にとってコロナショックはリーマンショックを超える打撃である。既報の通り、積極的なクロスボーダーM&A を仕掛けてきた本邦企業の中でも、財務基盤建て直しの意味などを込めて、過去に実施してきた直接投資を巻き戻すような動きも見られ始めている。大きく報じられる「大企業による大企業への直接投資」に注目が向かいがちだが、規模は小さくとも類似の動きが水面下で進んでいても不思議ではない。そうした動きが積み重なれば当然、円買い圧力は増していく。今後、感染第二波の到来と共に資産価格が急落するような局面に直面した場合、過去 10 年で蓄積してきた対外直接投資が取り崩されるような展開も考えられる。本邦企業の対外直接投資への意欲は縮小する国内市場という構造要因に突き動かされたものであるため、過去 10 年で続いてきたトレンドが簡単に潰えるとは思わないが、一時的な動き（≒円買い）として否定できるものではない。

～「ストック円高、フロー円安」という世界観～

以上を総合すれば、依然として日本の対外債権国としての磐石さは健在であり、長期的にはストック面から円買い優勢という見立ては崩れていないと考えたい。また、過去 10 年で対外純資産の中に埋め込まれた直接投資がコロナショックを受けてある程度、日本国内に回帰してくる可能性も円高要因として視野に入る。ストック面では円高材料が目立つ言えるだろう。

片や、現状に限って言えば、フロー面では貿易収支のみならず、国際収支を概観しても円売り優勢となっており、こうした点からは一方的な円高も期待できないように感じられる。こうした「ストック円高、フロー円安」という大きな世界観を抱いた上で、目先の金利動向に目を配り

円相場の需給環境は・・・



(資料)筆者作成

ながら方向感を検討していくというのが今後の円相場見通しの基本になるのだろう。筆者が抱く当

面のイメージは日米金利差が固定される中で、株価の急落を断続的に経験しながらドル/円相場
の水準が少しずつ下がっていくというものだが、結局、金利差は固定され、需給面(ストック面・フロ
ー面)からも大きな偏りを見出せない中でレンジ取引に終始するというのが最もありそうなシナリオな
のかもしれない。「これほどのショックにもかかわらずなぜ方向感が出ないのか」というのは多くの為
替市場参加者が抱く疑問だが、必然の帰結として起きているだけだという考え方もあり得る。

市場営業部兼金融市場部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなるドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年6月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCプレビュー～「不要不急で自減」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会プレビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュウ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自減したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
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	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデント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～新型肺炎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～ 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17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14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～