

みずほマーケット・トピック(2020 年 7 月 14 日)

円相場の基礎的需給環境の現状と展望

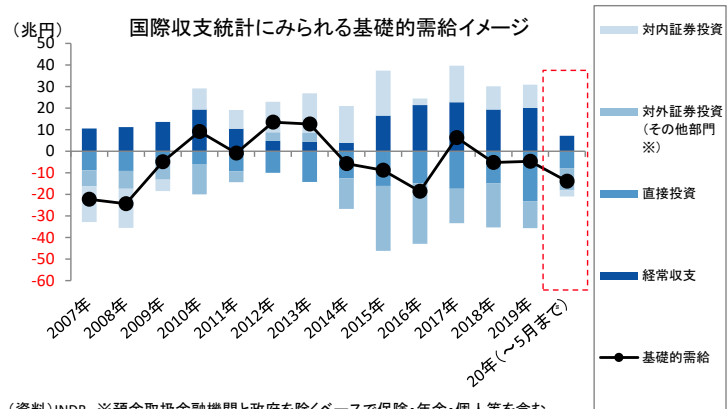
今年の円の需給環境は例年になく円売りを積み上げる地合いが継続中。今年 1～5 月の基礎的需給バランスは約▲13.9 兆円の円売り超過。これは過去 3 年間で最も深い円売り超過。項目別に前年同期と比較すると多くの項目が円売り方向に変化しており、とりわけ経常黒字の減少が大きい。これは貿易赤字の拡大が反映されている部分が小さくなく、アウトライートの円売りが増える兆候と見なせば、やはり目先の円高は難しくなっている印象。為替市場への影響として注視される対外証券投資は今のところ買い越し(≒円売り)が続いているが、FOMC の現状を思えば、昨年までと同様の動きを期待するのは難しそう。「金利差なき世界」で対外証券投資も方向感を見失うと考えるのが論理的であり、例年見られてきたような「対外証券投資は円安を示唆」とも言い切れない状況になりそう。現状のように対外証券投資の方向がはっきりせず、貿易赤字が継続する状況が続けば、円の需給環境は少なくとも円高とは言いづらい局面に見える。

～財政赤字 100 倍でも動じぬ米金利～

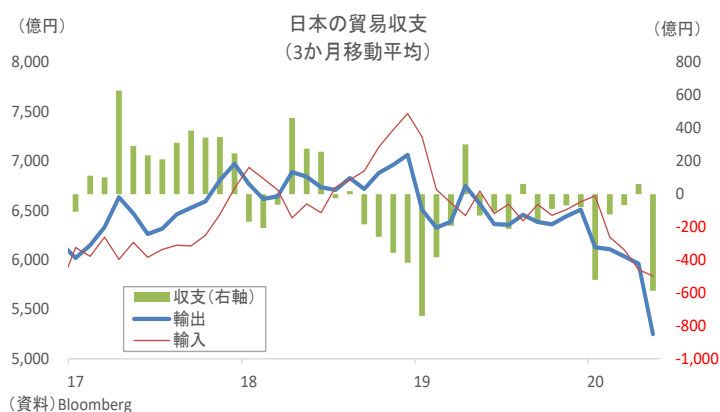
昨日のドル/円相場も方向感に乏しい地合いが続いた。依然として相場の材料は新型コロナウイルスの感染拡大動向や完成時期の読めないワクチン関連の情報が支配的であり、その上で断続的な米中対立関連の情報(香港絡み含む)や基礎的経済指標の仕上がりにも気を配る状況である。為替市場全体としてドル安の色合いが濃いものの、それは潮流と呼ぶほど明確なものでもなく、達観すればやはりレンジという言葉に収束する。米 10 年金利は依然として 0.60% 台と史上最低水準にあるが、危機ムードが払しょくされない中でドルを手放す動きにも勢いが出ないのが実情と見える。リスクオン/オフ、いずれかについて相当極端な材料がなければ新味に欠ける時間帯が続くのだろう。それにしても昨日は米 6 月財政赤字が前年同月(▲84.7 億ドル)の約 100 倍という衝撃的な数字が発表されているのだが、それでも米金利が低位安定していることに「嵐の前の静けさ」を感じる。

～円の基礎的需給環境の現状～

こうした風(なぎ)の状況が続く中、本欄では極力、円相場の需給環境に的を絞った分析が最終的に報われるのではないかと議論してきた。先週 8 日には本邦 5 月国際収支統計が公表されているので、年初来の基礎的需給バランスをいつも通りチェックしておきたい。図に示されるように、今年の円相場の需給環境は例年になく円売りを積み上げる地合い

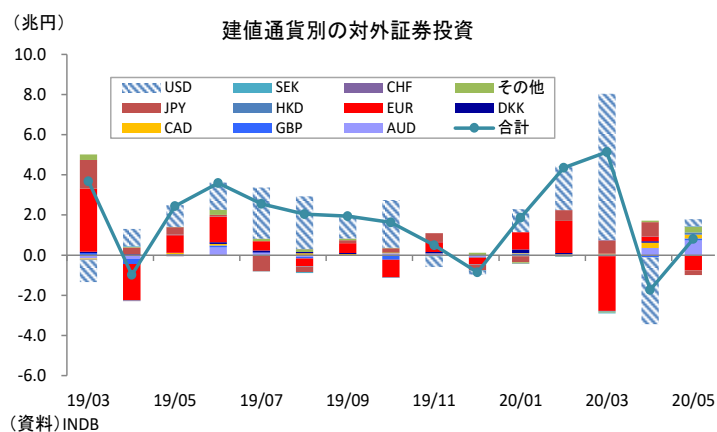


が続いている。今年 1～5 月の基礎的需給バランスは約▲13.9 兆円の円売り超過だが、前年同時期は約+2.3 兆円の円買い超過、2018 年同時期は約▲10.2 兆円の円売り超過、2017 年同時期は約+1.3 兆円の円買い超過だった。過去 3 年間で最も深い円売り超過である。項目別に前年同期と比較すると多くの項目が円売り方向に変化しており、とりわけ経常黒字の減少は大きいという印象が抱かれる。これは貿易赤字の拡大が反映されている部分が小さくなく、アウトライートの円売りが増える兆候と見なせば、やはり目先の円高は難しいという印象は抱いてしまう(図)。

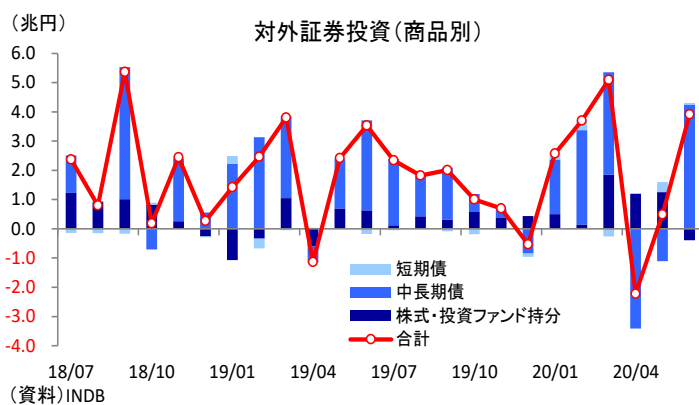


～方向がはっきりしない対外証券投資～

なお、為替市場への影響として注視される対外証券投資は今のところ買い越し（≒円売り）が続いているが、この勢いが果たして続くのかは不透明だ。国際収支統計と共に発表される建値通貨別の対外証券投資を見ると、「悲観の極み」の下でドル調達圧力が急激に強まった3月はやはりドル建て証券投資が急増している(右図・上)。だが、4月はその半分近く(正確には45%程度)が売り戻されている。5月は再び買い越しに転じているものの、その額は極めて小さなものだ。昨年来、FRBが利下げを重ねる中でも本邦からのドル建て対外証券投資がコンスタントに出ていた背景には「そうは言っても主要通貨では最も高金利だから」という大義があったからだろう。だが、「2022 年末まではゼロ金利」という方向でFOMCが意見集約している今、昨年までと同様の動きを期待するのは難しいはずだ。



右図は国際収支統計よりも1か月分新しい(現在は6月までの)月次動向が把握可能な「対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」の計数を見たものである。これを元に投資家の対外証券投資意欲の目安として参考にされる中長期債投資を見ると、4月は約▲3.4 兆円、5月は約▲1.1 兆円と大幅に売り越されている。もちろん、4～5月の売り越しは3月の急激な買い越しの揺り戻しと考えられるが、3～5月合計で見ても約▲1.0 兆円の売り越し



であることは気になる。6月は約+4.2兆円と再び大幅な買い越しに転じているものの、依然としてショックの渦中にある中、対外証券投資の趨勢は方向感が定まらず振れの大きな動きが続いてしまうのではないか。もともと、「金利差なき世界」において対外証券投資(外債投資)も方向感を見失うと考えるのが論理的であり、例年見られてきたような「対外証券投資は(米金利が高いから買い越し継続)で円安を示唆」とも言い切れない状況が続くのは当然の帰結とも言える。

こうしたはっきりしない対外証券投資の動きは需給的には円高圧力の減退を示唆する動きである。とはいえ、上で見てきたように、現状では貿易赤字拡大を含む経常黒字縮小の影響の方が強く、これにより基礎的需給全体としては円売り超過に傾斜している。貿易赤字の拡大傾向もまた、ショックの最中の動きでありそれ自体が趨勢化するとは言い切れないが、現状のように対外証券投資が方向感を見出せない一方、貿易赤字が継続すれば、やはり円の需給環境は円安に走るとは言わないまでも、少なくとも円高とは言いづらい局面に入っているという印象はある。

市場営業部・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.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7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれから増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
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～
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5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちをはかる「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買い入れ近況について
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～
2020年4月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 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へ～
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レビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～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～実質的なデビュー戦～
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滅した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	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジット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