

みずほマーケット・トピック(2020 年 8 月 12 日)

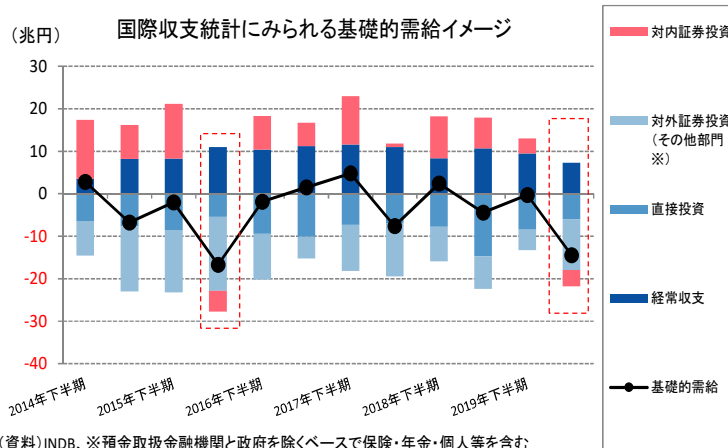
2020 年上半期の円の基礎的需給環境について

2020 年上半期の基礎的需給バランスを試算すると、円の基礎的需給は約▲14.5 兆円の円売り超過に。これは 2016 年上半期以来、4 年ぶりの大きさ。2016 年当時の円売り超過はあくまで対外証券投資の増加にけん引されたものであったが、今回は経常黒字の減少に影響された部分大きい。2020 年上半期の経常黒字は前年同期と比較して約▲3.3 兆円も減少しているが、この減少は主に貿易・サービス収支の赤字拡大で説明可能。輸出や訪日外国人数が激減したことと貿易収支および旅行収支が大幅赤字に転落し、貿易・サービス収支全体では前年同期の +3460 億円の黒字が今年は約▲2.6 兆円へ様変わりしている。為替需給を考える際、貿易収支や旅行収支で稼ぐ外貨は円の買い切り(外貨の売り切り)というアウトライト取引のフローを多く含むことが期待されるため、相場へのより直接的な影響が想定される。レンジ相場だった過去 2～3 年と異なり、需給の均衡状況が崩れ始めていることには注目。ドル過剰感との比較考量に。

～為替相場に影響が大きそうな経常黒字減少～

為替市場ではドル安相場からの反発が続いており、対円でも 106 円台半ばを回復するに至っている。米議会で調整の続く追加経済対策(公式には第 4 弾)への期待に振られる展開が続いているが、既に GDP 比で 15%の臨時歳出をしていること自体が立派なドル安要因になるというのが筆者の基本認識である。今後、追加経済対策の詳細で合意した場合、株やドルは楽観ムードを背景に買いが進みそうだが、それはあくまで市場における短期的な目線での話と整理したい。理論的かつ中長期的な目線からはドル売りを予想するのが妥当であろう。

ところで昨日は本邦 6 月国際収支統計が公表されている。これで 2020 年上半期の基礎的需給バランスを計算することが可能になるため、簡単に整理しておきたい。2020 年上半期の円の基礎的需給は約▲14.5 兆円の円売り超過であった(図)。円売り超過としては 2016 年上半期の約▲16.7 兆円以来、4 年ぶりの大きさである。図示されるように、2016 年当時の円売り



超過はあくまで対外証券投資の増加にけん引されたものであった。これに対し今回は対外証券投資が細る中で経常黒字が目立って減少した結果、円売り超過が大きくなったという印象がある。

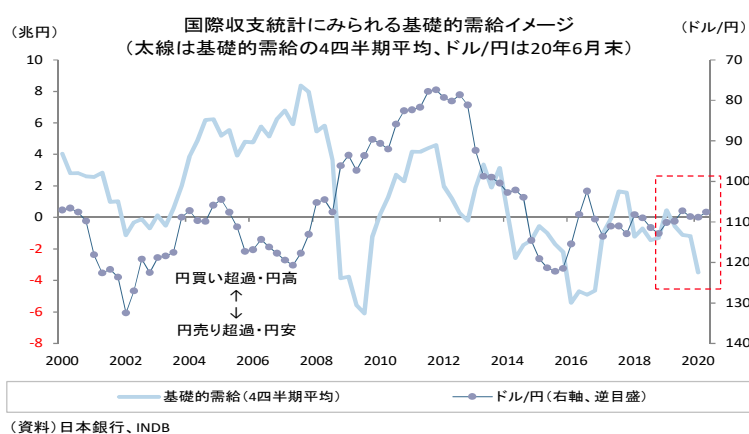
注目すべきは経常黒字減少の中身だ。2020 年上半期の経常黒字は前年同期(2019 年上期)と比較して約▲3.3 兆円も減少している。この減少は主に貿易・サービス収支の赤字拡大で説明でき

るものだ。国際収支統計上の貿易収支は前年同期の+1734 億円から今年は▲1 兆 976 億円に転落しており、上半期としては 5 年ぶりの赤字を記録している。また、サービス収支は前年同期に+1726 億円の黒字であったものが今年は約▲1.2 兆円の赤字に転落している。言うまでもなく、訪日外国人数が激減したことでサービス収支黒字が稼ぎ頭だった旅行収支黒字が激減した結果であり、前年同期の約+1.4 兆円から今年は+4213 億円と約 1 兆円も減少している。

こうした結果、貿易・サービス収支全体では前年同期の+3460 億円の黒字が今年は約▲2.6 兆円へ様変わりしており、この動きが経常黒字の水準を押し下げたことが良く分かる。為替需給を考える際、貿易収支や旅行収支で稼ぐ外貨は円の買い切り(外貨の売り切り)というアウトライイト取引のフローを多く含むことが期待されるため、相場へのより直接的な影響が想定される。この意味で多くが為替ヘッジ付きと見込まれる対外証券投資の増加で円売り超過が膨らんだ 2016 年上半期とは様相が異なる。貿易・サービス収支の大幅赤字転落で円売り超過が膨らんだ今年上半期の方が相場にとっての示唆は大きいのではないかと考えられる。

～崩れつつある需給の均衡状態～

過去の本欄でも論じたが、過去 2～3 年、ドル/円相場が殆ど動かなくなってしまう背景には単に「需給が均衡しているからではないか」という仮説が考えられた。図示されるように、2017 年頃から円の基礎的需給環境については顕著な傾きが失われるようになり、これに応じてドル/円相場の動きも大人しくなった印象である。そのような経緯を踏まえれば、ここにきてはつきり(しかも貿易・サービス収支赤字主導で)円売りが拡大していることは無視できないものだろう。



もちろん、冒頭述べたように、今後の為替市場における最大のテーマは米財政赤字拡大に伴う「ドルの過剰感」であり、円の基礎的需給環境を主因としてドル/円相場を展望すると誤った判断になりかねない。あくまで潮流はドル安という整理が適切だと筆者は考えている。しかし、過去に円高が加速する局面では貿易黒字を背景とする本邦企業による(ドルの)投げ売りが果たした役割は大きいと考えられてきた。現状の需給環境ではそのような展開が殆ど予想されないと言って良い。ドル安相場の結果として円高方向を予想すべきだとは考えるが、金融危機後に見られたようなヒステリックな円高にはなりそうにないというのが上半期の需給環境から得られるイメージである。

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8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
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も増えるのか？
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～ 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17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15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12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11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9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8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6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4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6月3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29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27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26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22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？ 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19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15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14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12日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月8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7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5月1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28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24日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月22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21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17日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月15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14日	週末版(明らかにになったECB資産購入の実情～このベースではあと半年が限度～)
2020年4月10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9日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月7日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月6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3日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月2日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年4月1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30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27日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月26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25日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月24日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月23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～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月19日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月18日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月17日	週末版
2020年3月13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11日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月10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9日	週末版
2020年3月6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5日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月4日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月3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3月2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28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27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21日	