

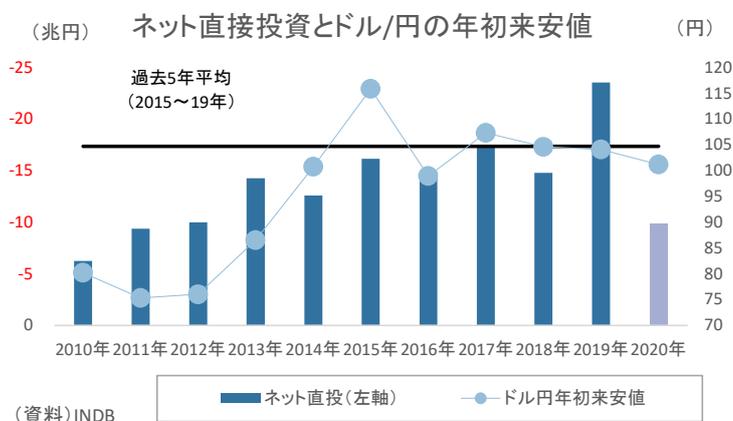
みずほマーケット・トピック(2021年2月9日)

## 円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～

2020年通年のネット直接投資は▲9.9兆円と2011年以来の小さな規模に。過去5年平均と比較すると概ね半分に。2020年のドル/円相場が「101.18～112.23円」という近年では円高気味のレンジで推移した背景として日本企業による「円の売り切り」を含む海外企業買収の激減があった可能性は見逃せず。直接投資を含め、2020年の基礎的需給環境を総括すると、「直接投資の減少」による円売り圧力の低下は、「経常黒字の減少」と「対外証券投資の増加」という円売り圧力の上昇で打ち消されている。なお、為替の方向感を規定しやすい貿易収支の動きに着目すると、日本の貿易収支は過去5年平均で+314億円と殆ど偏りが見られず。同期間のドル/円相場が3回(2015年、18年、19年)も史上最小値幅を更新していることと無関係ではないだろう。黒字国でも赤字国でもない貿易均衡国が日本の新常态だとすれば、動かなくなったドル/円相場の背景はシンプルに「需給に偏りが無いから」という整理になるか。

### ～9年ぶりの小さな直接投資規模～

昨日は本邦12月国際収支統計が公表されている。これに伴い2020年通年でのイメージが得られるようになったので、詳しく数字を見てみたい。先月の本欄<sup>1</sup>では日本から海外への直接投資(いわゆる海外企業買収)が激減している事実とドル/円相場の現状および展望について議論した。2020年通年のネット直接投資は▲9.9兆円と2011年以来の小さな規模にとどまっており、過去5年平均(約▲



17.3兆円)と比較すると概ね半分になったイメージである。2020年のドル/円相場が「101.18～112.23円」という近年では円高気味のレンジで推移した背景として日本企業による「円の売り切り」を含む海外企業買収の激減があった可能性は見逃せない。

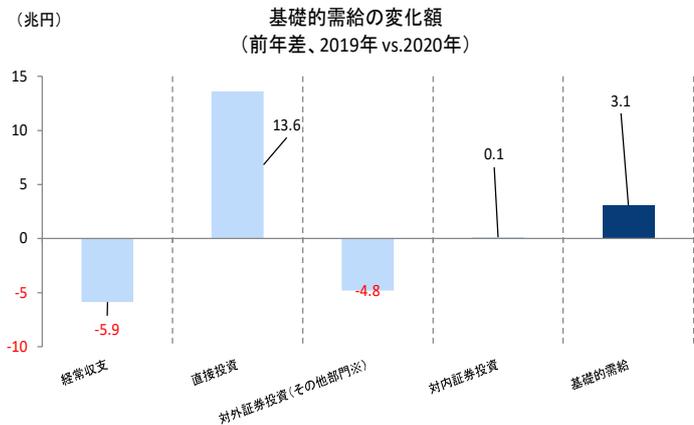
もちろん、日本企業による直接投資の存在だけでドル/円相場の潮流が形成されるとは思わないが、長年のブームを経て日本が抱える対外純資産の大半が証券投資から直接投資に入れ替わっており、結果的に外国有価証券の巻き戻しを通じた「リスクオフの円買い」の存在感が相対的に小さくなっているという論点は重要である(この点は再三、本欄では議論しているので割愛する)。「円安を駆動する要因」にはなれなくても「円高を防止する理由」になってきたのが日本企業による旺盛な直接投資だったのではないかと筆者は考えている。それが目に見えて凹んだ2020年の状況は

<sup>1</sup> 2020年1月19日号『直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」』をご参照下さい。

今後の円相場を占う上で重要と言えるが、過去の本欄でも議論したように、あくまでコロナ禍における一過性の動きなのだろう。日本企業による直接投資は国内市場の継続的な縮小を懸念した末の経営戦略だったのだから、アフターコロナの接近に伴いいずれ増勢に復帰すると考えたい。

### ～2020年基礎的需給のイメージ～

なお、2020年は直接投資が大きく減ったものの、旅行収支黒字も大きく減っており、これにより経常黒字の水準が押し下げられている。また、対外証券投資も増加した。結果、「直接投資の減少」による円売り圧力の低下は、「経常黒字の減少」と「対外証券投資の増加」という円売り圧力の上昇で打ち消された格好である(図)。仮に、経常黒字や対外証券投資が前年の2019年並みの数字であった場合、2020年の円の基礎的需給環境は大幅な

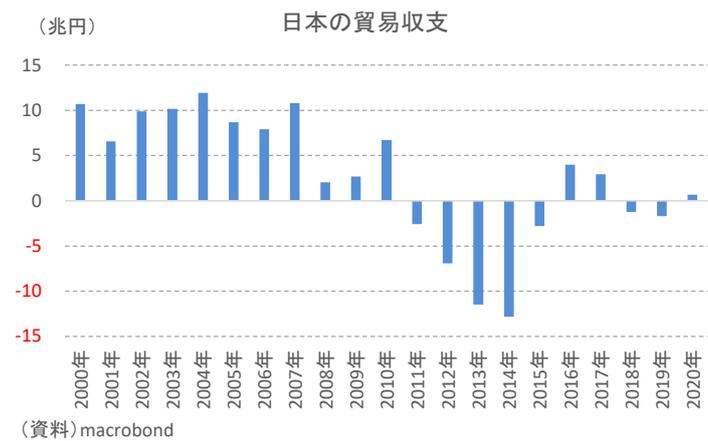


(資料) INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

円買い超過に傾斜していたイメージになるが、そうした打ち消し合いの結果として▲1.6兆円とほぼ均衡している。それでも前年対比では約3兆円、円売り超過幅が縮小しているため、それ自体が円高・ドル安地合いに繋がった可能性はやはり否めない。今年を展望した際、直接投資のような積極的なリスクテイクは控えられ、旅行収支黒字の復活も恐らく望めないだろう。一方、米金利上昇に応じた対外証券投資の増加が円売り基調をけん引する公算が大きいというのが筆者の基本認識だ。

### ～貿易均衡国という新常态～

とはいえ、近年の傾向同様、2020年も需給の偏りが無い年だったという総括で良さそうである。上述したように、話題にのぼりやすい直接投資は「円高を防止する理由」にはなり得るが、それ自体が潮流を作るような慢性的なフローにはなりにくいと考えられる。一方、輸出企業の海外売上が経常的なフローとして為替市場に出てくる貿易収支は、その多くがアウトライト取引を伴うこともあって潮流を作る源泉になると言わ



(資料) macrobond

れることが多い。この点、2020年の貿易収支は3年ぶりの黒字確保が話題となったが、所詮は+670億円程度である。2015年以降の過去5年平均で見た場合も、日本の貿易収支は+314億円と殆ど偏りが見られていない。この過去5年間に於いてドル/円相場が3回(2015年、18年、19年)も史上最小値幅を更新していることと無関係とは思えない。リーマンショック以前、日本の貿易収支は潤沢な黒字が当たり前だった。だが、2011年の東日本大震災を経て輸出企業を中心として生産移管

が進められ、そこから数年は大幅な貿易赤字を抱える時代が続いた(鉱物性燃料輸入が押し上げられた結果でもある)。そして、事態が落ち着いた 2015 年以降から足許に至るまでは、日本は概ね貿易黒字国でもなければ、貿易赤字国でもない、貿易均衡国としてとして落ち着いている。これが日本の新常态だとすれば、動かなくなったドル/円相場の背景はシンプルに「需給に偏りがなければ」という整理でも良いのかもしれない。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と实体经济の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収縮減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける实体经济と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見られるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～