

みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 17 日)

円相場の基礎的需給環境～Q1 を終えて～

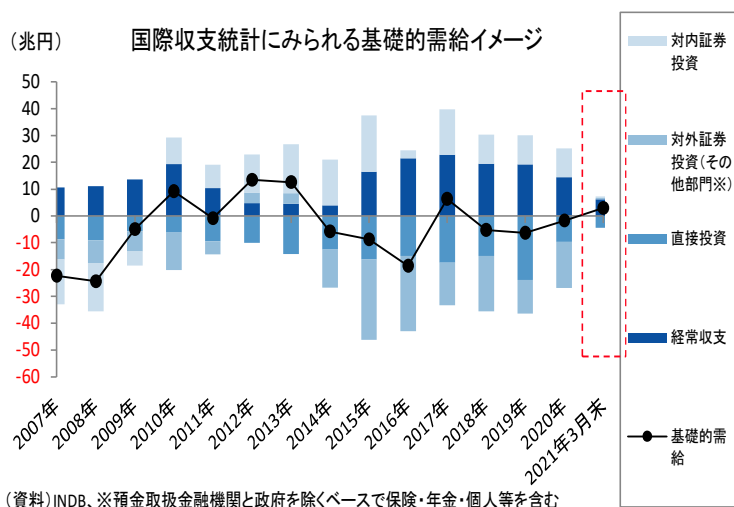
先進国の中でも突出して出遅れている日本のワクチン接種状況や、その必然の帰結としての成長率の劣後を踏まえれば、むしろドル/円相場の上値は「重い」状況が続いている。1 つの原因として考えられるのは需給環境。円相場の 1～3 月期の基礎的需給環境は+2.9 兆円の円買い超過。少しずつではあるが、円売り超過から円買い超過へと傾斜し始めている様子が窺える。足許の変化に関しては主に 2 つの理由が考えられる。1 つが貿易黒字の堅調な増加によって経常黒字が増えつつあること。もう 1 つは対外証券投資が売り越しを記録していること。いずれも重要な論点だが、円相場の堅調に対して即効性を持つのは前者の論点。経常黒字の積み上がりは厳密には貿易黒字の積み上がりによってもたらされている。貿易黒字は国内外の景気格差の結果であり、今後は輸入増加に伴い解消されていくか注目。一方、対外証券投資も今後は戻ってくる公算大。元より中長期債は買い越しが継続している。日米金利差は現状から拡大が既定路線であり、機関投資家による円売りがドル/円相場を支える展開は想像しやすい。

～貿易黒字復調で円買い超過も……～

ドル/円相場は小動きの展開が続いている。米国で燃えるインフレ懸念、これに伴う米金利上昇を受けてドルが先行されやすい地合いである。しかし、先進国の中でも突出して出遅れている日本のワクチン接種状況や、その必然の帰結としての成長率の劣後を踏まえれば、むしろドル/円相場の上値は「重い」という印象も抱かれるところではないか。もちろん、インフレ懸念が米株価の調整を招いており、それ自体がリスクオフの円買いを促している面もあるが、それだけではないだろう。

1 つの原因として考えられるのは需給環境である。先週金曜には本邦 3 月国際収支統計が公表されているので、円相場の 1～3 月期の基礎的需給環境を整理しておきたい。右図に示されるように、1～3 月期を終えた段階での基礎的需給は+2.9 兆円の円買い超過である。少しずつではあるが、円売り超過から円買い超過へと傾斜し始めている様子が窺える。理由は主に 2 つある。1 つが貿易黒字の堅調な増加によって経常黒字が増えつつあること。もう 1 つが対外証券投資が売り越しを記録していることである。

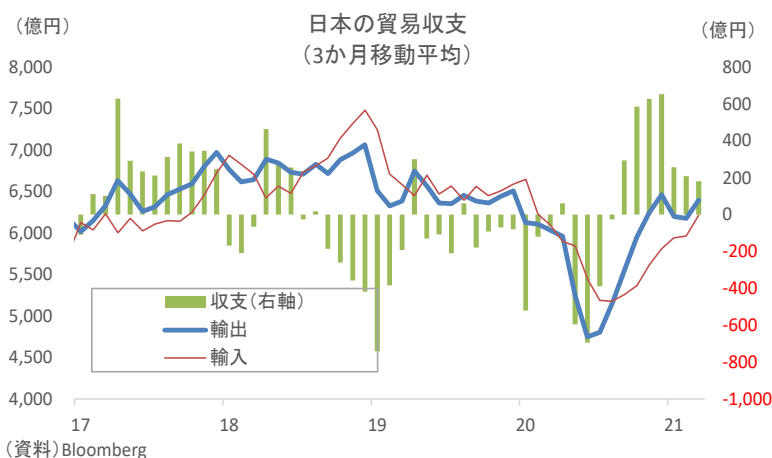
いずれも重要な論点ではあるが、円相場の堅調に対して即効性を持つのは前者の論点である。経常黒字の積み上がりは厳密には貿易黒字の積み上



がりによってもたらされているものだ。

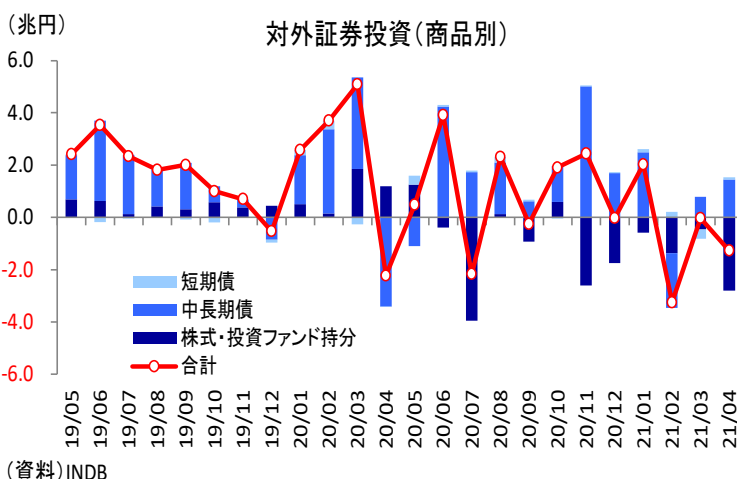
右図に示すように、昨年後半から今年にかけて、貿易黒字が急回復している。これは企業活動の正常化に伴い輸出が復調になっている側面もあるのだろうが、それだけならばコロナ以前の常態である貿易収支均衡に戻るだけのはずだ。貿易黒字が増加している背景は輸出がコロナ以前の水準に戻っているにもかかわらず、輸入はそうっていないからである。国内に目をやれば慢性的な行動規制に加え、一貫性のない防疫政策が継続され、国内経済の消費・投資意欲は戻る兆しがない。海外経済の堅調にけん引される輸出とは状況が異なる。

詰まるところ、貿易黒字の拡大は国内外の景気格差の結果である。理想的には輸出も輸入も増える中で貿易黒字もコロナ以前の水準を回復するのが理想だが、そうはなっていない。貿易黒字はアウトライートの円買い・ドル売りに直結するため、これが増えていること自体はドル/円相場の上値を押さえる直接的な一因になるものだ。だが、周回遅れではあってもワクチン接種の進捗と共に行動制限の解除と成長率の浮揚が日本でも見られてくることが今後は予想される。国内外の景気格差を理由にした貿易黒字は自ずと減少に転じる可能性が高いのではないかと。



～中長期債だけを見れば買い越し継続中～

一方、対外証券投資の売り越しが続いていることも目につく。具体的には1～3月期合計で▲4602億円の売り越しを記録している。右図は既に4月分までが公表されている『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）』を見たものだが、年明け以降、買い越しが売り越しへ転じていることが分かる（※売り越しは円買い戻しで資本流入になるので円買い超過に寄与する。買い越しはその逆）。しかし、中長期債に限定



すれば1～4月合計で約+2.6兆円の買い越しであるため、外国株式への投資意欲が衰える中、やはり日米金利差拡大を意識した機関投資家の買い意欲は年初から相応に大きいとみえる。夏場以降、行動制限の解除を受けて米国の雇用・賃金情勢が顕著に改善してくると仮定すれば、FRBのテーパリングへの思惑は実施可否ではなく、実施時期に移ってくる公算が大きい。当然、その状況

は日米金利差に反映されるだろう。だとすれば、中長期債を主軸とする対外証券投資の買い越しが円売りを支える構図は当面、強まることはあっても弱まることはないように思われる。

以上を総合すると、貿易黒字の拡大と対外証券投資の売り越しが円買い超過を促し、ドル/円相場の上値を押さえる構図は(仮にそれが認められるとしても)一過性のものであり、年後半に進むにしたがって解消される可能性が相応に高いと考えておきたい。

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

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
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まず「パウエルショックの回避が至上命題」～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見る新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
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～
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？～一過性のまやかし～)
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「收穫減減」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