

みずほマーケット・トピック(2015 年 9 月 15 日)

投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～

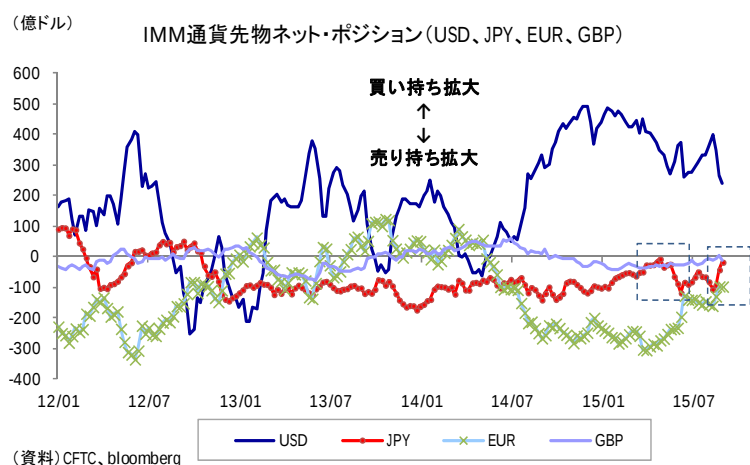
ドル/円相場は「8・24ショック」以降、118.50～121.50 円の 3 円レンジが続いている。しかし、水面下では注目すべき変化も見られ始めている。投機筋の動向として注目される IMM 通貨先物取引を見れば、投機筋は 8 月 11 日(人民元切り下げの日)をピークとして円ショートポジションの手仕舞いに入り、約 1 か月かけて完全に清算している。円のネットポジションが中立化するのには 4 月末以来、今年 2 度目の動きだが、今回はその後の約 13 年ぶりの円安・ドル高まで上昇したことは留意すべき。投機筋の買い戻しが進んで中立化してもドル/円相場は 120 円付近で安定しており、これは 4 月末も同様だった。今の実需状況を踏まえれば「120 円割れは押し目買い」という向きが多いということなのかもしれない。貿易赤字国通貨である円を「追加緩和がないから」という理由だけで買い続けるのは無理があり、少なくとも年内は再び円ショートが積み増しされる動きを想定。

～難民受け入れ協議はやはり「総論賛成・各論反対」～

昨日の為替市場では 17 日の FOMC が近づくに連れて米利上げへの確信が薄れ、ドル売りが先行する中、ドル/円相場も一時 119.85 円の安値をつけている。どう見ても利上げを急ぐ必然性には乏しく 9 月は見送り、順当に行けば 12 月が妥当な選択肢と思われる。一方、欧州では懸案の難民受け入れ問題に関し、緊急 EU 内務相・法相閣僚理事会が開催されたものの、「総論賛成・各論反対」のムードが優勢であり、12 万人の追加受け入れでは原則合意となっているものの、各国の義務的受け入れ枠は合意先送りとなっている。ドイツが 1 週間で国境開放の方針を覆したことの意図は「他国も協力せよ」という意思表示であり、今後も同問題を巡る内輪揉めは続きそうである。

～投機筋の円ポジション:今年 2 度目の中立化～

ところでドル/円相場は「8・24 ショック」以降、118.50～121.50 円の 3 円レンジが続いている。当然、今週 17 日の FOMC を前にポジションの傾きを決めかねている投資家が多いものと推測されるが、水面下では注目すべき変化も見られ始めている。右図は投機筋の動向として注目される IMM 通貨先物取引に関し、主要通貨のネットポジションの推移を見たものである。昨日の弊行レポート『IMM 通貨先物のポジション動向』でも見た通り、円のネットポジションは 9 月 8 日時点で▲6.95 億ドルとほぼ中立化している。



投機筋は8月11日(人民元切り下げの日)をピークとしてショートポジションの手仕舞いに入り、約1か月かけて完全に清算した印象になる。

こうした動きは今年に入ってから2度目であり、前は4月末にみられた。この点は本欄 2015 年 4 月 28 日号『投機筋の円ショート縮小をどう読むか?』でも着目し、以下のようにレポートを締めた:

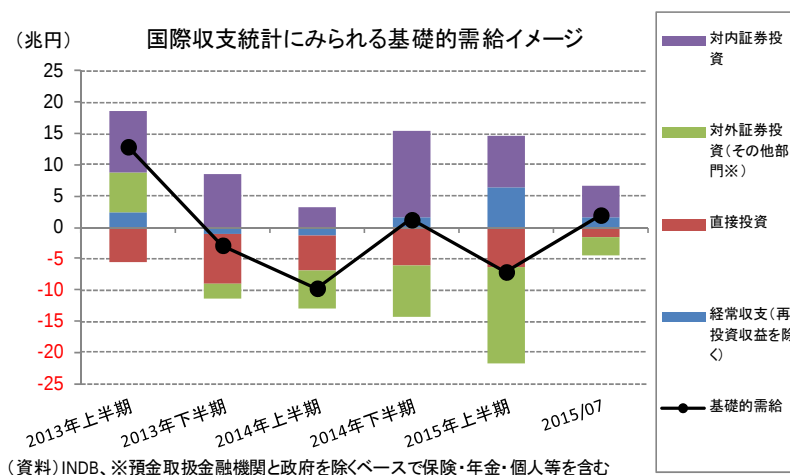
- 重要なことは従前の巨大な円ショートポジションが概ね中立まで調整されたにも拘わらず、この過程ではさほど円高進行が見られなかったことである。これは投機筋における円の先安観が後退する一方で、「安いドル」を欲する主体は依然多く、需給面では円売り優勢の状況が続いていることの証左ではないかと思われる。一連の調整を経て投機筋の円売り余力が確保されたと考えるならば、ドル/円相場リスクはやはり上方向に見ておきたい

ドル/円相場が約 13 年ぶりの高値である 125.86 円まで上昇したのはこの約 1 か月後である。今回の円ショートポジションの解消は 1~4 月よりも急激であったものの、結局は 120 円台を守って中立ポジションを迎えている。4 月末に中立ポジションまで調整した際も、ドル/円相場は 119~120 円付近にあったことを踏まえると、投機筋の動向如何に拘わらず、今の実需状況を踏まえれば「120 円割れは押し目買い」という向きが多いということなのかもしれない。

～需給環境の先行きも FRB の手に委ねられた～

もちろん、このままネットロングが構築されてくる可能性もないわけではない。特に、先週 10 日の自民党、山本幸三衆議院議員による追加緩和を催促するかのような発言がドル/円相場の下支えに効いているのだとすると、このまま日銀が現状維持を貫けば円買いで応戦する投機筋は出てくるかもしれない。だが、貿易赤字国通貨である円を「追加緩和がないから」という理由だけで買い続けるのは無理がある。上述したように、今の円相場の需給環境においては投機筋の買いを相殺するだけの売り需要が存在するように思われるし、そもそも追加緩和をしないとも緩和路線が続くことに変わりはない。FRB が正常化路線を貫く限りにおいては、日米金融政策格差を意識した円売り・ドル買いを予想するのが筋だろう。

斯かる理由から対外証券投資主導で円相場の基礎的需給環境が売りに傾斜した状態が続いているのである(図)。もちろん、今後原油価格の一段安によって本邦貿易黒字が慢性化したり、FRB の正常化路線後退が本格的に意識したりされるようになれば、ネットロングに転じる可能性も出てくるが、少なくとも『中期為替相場見通し』では年内におけるそのような動きをメインシナリオとは見ていない。当然のことながら、17 日のイエレン FRB 議長会



見がどういった内容になるかで対外証券投資の先行きも大いに変わってくるのは言うまでもない。円相場の先行きを見通す上では需給環境が肝要だが、その需給環境の先行きを左右する対外証券投資もFRBの手に委ねられてしまっているのが現状である。

以 上

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本日に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本日にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見直しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～