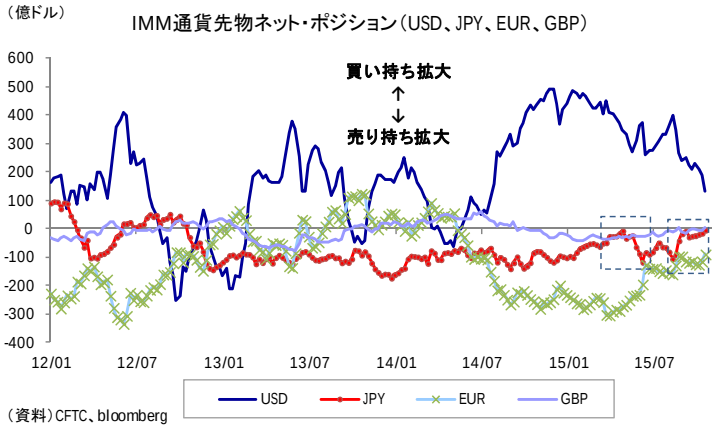
みずほマーケット・トピック（2015 年 10 月 27 日）

振り出しに戻った投機筋の円売り～2 つの理由～

投機筋の動きを反映する IMM 通貨先物取引のポジション動向を見ると、円はアベノミクス始まって以来の小さな円売り持ちとなっており、この意味で投機筋の円売りは「振り出しに戻った」情勢。過去 10 週間で振り返れば、9 月 15 日週を除く 9 週間で円の売り持ち高が前週比縮小となっており、投機筋の円売り意欲は過去 2 か月で大きく衰えたという印象を受ける。円売り持ち高の縮小が進んだ背景には 2 つの理由が考えられる。1 つは FRB のハト派傾斜、もう 1 つは日銀の追加緩和観測への自信の無さ、である。こうした投機筋の動向が今後に持つ含意は円安方向だろう。結局、現在の円をネットで買い持ちしていくだけの材料を見つけ出すのは難しいというのが筆者の考えである。しかし、これも FRB の利上げが必ず行われるとの前提があればこその見通しではある。FRB の利上げ路線が頓挫すれば、対外証券投資減速を通じ、円の需給環境も大きく変わり得る。

～振り出しに戻る投機筋の円売り～

昨日の為替相場は小動きの展開。明日にかけて FOMC、3 日後には日銀金融政策決定会合を控えるという状況下、ポジションを一方向に張るのが難しい地合いと見受けられるが、これは投機筋の動きを反映する IMM 通貨先物取引のポジション動向からも窺える。主要通貨の対ドルでの持ち高推移をみると、円は▲3.8 億ドルと 2012 年 10 月 23 日にネットショートに転じて以来の小さな売り持ち高となっている。要するに、アベノミクス始まって以来の小さな円売り持ちであり、この意味で投機筋の円売りは「振り出しに戻った」との形容も可能である。過去 10 週間で振り返れば、9 月 15 日週を除く 9 週間で円の売り持ち高が前週比縮小となっており、投機筋の円売り意欲は過去 2 か月で大きく衰えたという印象を受ける。

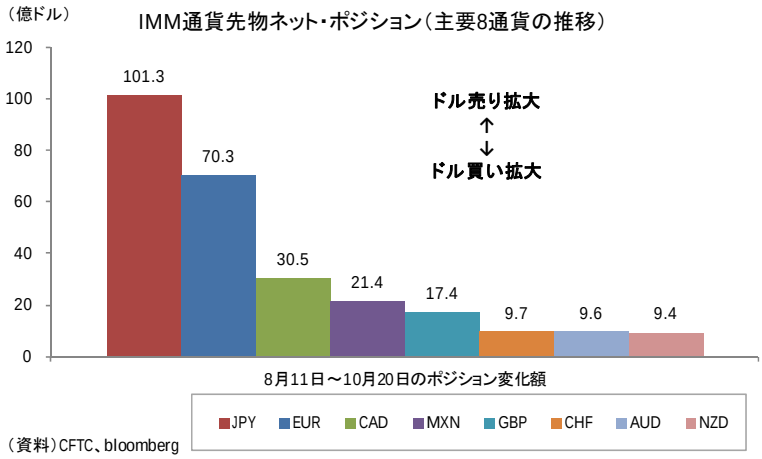


～投機の円売りが縮小した 2 つの理由～

円売り持ち高の縮小が進んだ背景には 2 つの理由が考えられる。まず、1 つは FRB のハト派傾斜である。円の売り持ち縮小は、より厳密には、8 月 11 日週をピークに始まったものだが、これはまさに人民元の実質切り下げとそれに付随する世界同時株安が混乱を招き始めた時期と一致する。今夏から足許にかけて売り持ちの解消が進んだのは円だけではない。次頁図にも示すように、過去 2 か月間でほぼ全ての主要通貨で売り持ちが縮小しており、この結果としてドルの買い持ち高も 8 月

11 日週の約 400 億ドルから直近 10 月 20 日週には約 130 億ドルと 3 分の 1 以下に縮小している。このような状況を見る限り、円の売り持ち縮小は日本要因というよりも米国要因とも思われ、中国の景気減速やそれに付随する金融市場の混乱を受け、FRB の利上げ観測が後退したことがドルの買い持ち(その他通貨の売り持ち)を減らすことに繋がったものと考えられる。10 月 12 日のブレイナード FRB 理事講演[1]を経て、FOMC 内のムードが変わったことを指摘する向き[2]もあり、特に足許でのドル買い持ち縮小のドライバーが FRB のハト派傾斜であった可能性は高い。

もう 1 つ考えられる理由として、日銀の追加緩和観測への自信の無さが反映されている可能性もある。上述したように、主要通貨は過去 2 か月間において対ドルでの売り持ちを縮小しているが、その中でも円の変化額は突出している(右図)。この点、日本(円)固有の要因が意識された可能性も考えられるだろう。例えば、黒田日銀総裁による執拗な強気発言が追加緩和観測を後退させた可能性はある。また、本欄でも繰り返し議論しているように、政治的に円安が忌避される現状を踏まえれば、追加緩和のハードルは非常に高い。物価や株価の趨勢と日銀追加緩和を安易に結びつけたがる海外勢においても、流石に今回は難しいとの思惑が強まっているのかもしれない。また、この 2 か月間では新「3 本の矢」と銘打つ安倍政権の新方針も打ち出された。だが、そのインパクトは旧「3 本の矢」に匹敵するものにはなっておらず、アベノミクスへの無関心が円売りの後退に繋がった可能性もある。



～含意は円安方向だが・・・～

こうした投機筋の動向が今後に持つ含意は円安方向と考える。IMM 通貨先物取引における円の持ち高が中立化したのはこれで年初来 2 度目だが、前回は 4 月末であり、その約 1 か月後に 13 年ぶりの円安となった。これは、ちょうど半年前の本欄 2015 年 4 月 28 日号『投機筋の円ショート縮小をどう読むか？』でも予想した通りの展開でもあった。

結局、現在の円をネットで買い持ちしていくだけの材料を見つけ出すのは難しいというのが筆者の考えである。需給面では貿易赤字が続き、対外証券投資は過去最高のペースで買い越しが続く通貨を投機的に買い向かうのは決して容易な判断ではない。確かに、追加緩和観測の後退は投機的な売り持ちを解消する理由になるかもしれない。だが、それがその通貨を積極的に買い進める理由足り得るのだろうか。追加緩和がなかったからといって、量的・質的金融緩和(QQE)という未曾有の政策が手仕舞いされるわけではなく、もっと言えば 10 月 30 日に見送っても、(現行スキームをフレキシブルターゲットに修正しない限り)今後は 3 か月毎に追加緩和観測が浮上するだろう。現在、中立化している投機筋のポジションが買い・売りのどちらに傾斜する可能性が高いかと問われ

1 本欄 2015 年 10 月 13 日号『正当性を増すブレイナード FRB 理事のスタンス』をご参照下さい。
2 The Fed board is now seriously split, 18 Oct 2015, Financial Times

れば、やはり後者に思えてならない。

しかし、これも FRB の利上げが（12 月にしろ、3 月にしろ）必ず行われるとの前提があればこその話である。過去の本欄でも述べているように、FRB の利上げが完全に挫折してしまえば、本邦からの対外証券投資は減速が余儀なくされるであろうし、それは現在売り超過となっている円相場の基礎的需給環境にも多大なる影響を与える可能性がある[3]。また、さらなるテールリスクとしては、仮に黒田日銀が現行スキームをフレキシブルターゲットに修正した場合、海外勢は過去 2 年半、支持してきたアベノミクスに対して幻滅するかもしれない。また、そこまでの枠組み変更に至らなくても、ここまで状況が悪化しているにも拘わらず、緩和で対応しないという有言不実行さ加減に幻滅する向きが出てくる懸念もあろう。今週 30 日の会合で現状維持決定を行うにしても、この幻滅を招かないために細心の注意が払われることだろう。さもなければ、急激な円高・株安を招きかねない。

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に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。

[3] 本欄 2015 年 10 月 8 日号『本邦 8 月国際収支統計と円相場の需給について』をご参照下さい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版（ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～）
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー（10月30日開催分）
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー（10月22日開催分）
2015年10月16日	週末版（ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～ ）
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨（9月2～3日開催分）～崩れるインフレ期待？～ ）
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳（15年6月末時点）～中国報告開始の影響を考える～ ）
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2015年8月分）
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～ ）
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版（FOMCを終えて（9月16～17日開催分）～糊代論への未練がましい執着～）
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
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～
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/円相場の見通し改定について【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ドルの現状や展望について～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(本当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	本当に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	クーレ発言の真意と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～