

## みずほマーケット・トピック(2016年4月12日)

# 敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方

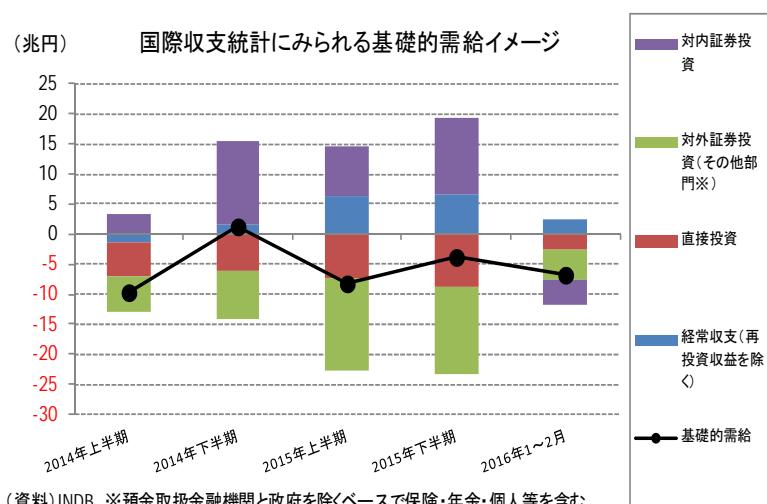
円相場のじり高が続く状況下、敢えて円安・ドル高に反転する材料を探すとすれば何があるだろうか。例えば、①円相場の基礎的需給環境や②投機の巻き戻しは目前の円安を支持する材料として注目される。①は引き続き旺盛な対外証券投資が円売りをけん引する姿が続いており、②も膨れ上がった円買いの巻き戻しがいつ入るのかが4~6ヶ月期のテーマであることは間違いない。特に、後者に関しては、その戻り幅もそれなりに大きなものになる可能性があり、これを囲む立てる向きも多く出てきそう。しかし、今やドル安は米国だけではなく中国を含む新興国の安定に必要な調整であるという国際的文脈を忘れてはならない。世界経済にとって米中の安定が不可欠であり、ドル安がこれに必要である以上、事態はそのように推移すると考えざるを得ない。

### ～いざれ支持を得そうな「年内利上げゼロ回でドル/円は100円割れ」～

昨日の為替市場でも円高地合いが続いている。ドル/円相場は一時107.63円と年初来安値を更新している。FRBの正常化プロセスへの不信感が日増しに強まる中で、年内の追加利上げは厳しいのではないかとの思惑も散見され始めている。FF金利先物市場に織り込まれる利上げ確率を改めて見直せば、6月は約15%、9月は約35%、12月は約50%となっているが、これは昨年12月時点では6月は約75%、9月は約85%、12月は約90%という織り込みであった。こうした状況下、年末時点では、ドル/円相場見通しに関し「2016年は年内利上げでドル/円は130円」という威勢の良い声も聞かれていたが、今や微塵も聞こえなくなっている。程なくして「年内利上げゼロ回でドル/円は100円割れ」との見通しが支持を得るようになっても全く不思議ではない。

### ～敢えて探す円安材料：①円相場の基礎的需給環境～

こうした状況下、敢えて円安・ドル高に反転する材料を探すとすれば何があるだろうか。もちろん、昨日の本欄でも述べたように、FRBが昨年末に見せたようなタカ派姿勢を取り返すのであれば、それが一番手っ取り早い。先週来、繰り返し述べていることであるが、基軸通貨の意向は何よりも重いというのが今年1~3ヶ月期の相場から得られる教訓である。しかし、それ以外にはないのだろうか。この点、例えば、円相場の基礎的需給環境は注目に値する。

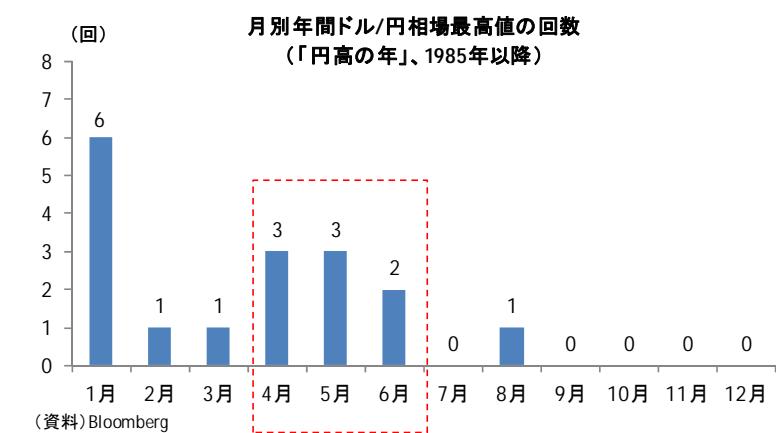
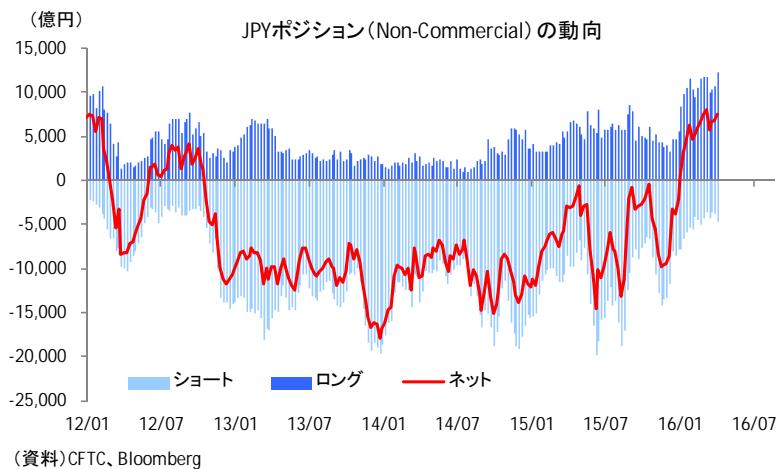


昨年までの円安・ドル高相場をけん引してきたのは第一にFRBの正常化プロセス、第二に日銀の緩和姿勢、そして第三にこれらに付随する基礎的需給環境の円売り傾斜であった。本欄で見通しの参考としている基礎的需給バランス(以下単に基準的需給)に目を向ければ、今年1~2月も昨年からの流れを引き継ぎ、旺盛な対外証券投資が円売り超過の需給環境を作り出している(前頁図)。もちろん、年初2か月間の傾向が今後10か月続く保証はないが、国内金利が限界まで押し潰されている以上、「外に出るしかない」という投資環境が存在するのも確かであり、FRBのファイティングポーズが続く限り、この構図が続いても不思議ではない。しかも、足許では原油価格が反転上昇し始めていることを踏まえれば、経常黒字の縮小も重なることになり、尚のこと、基礎的需給環境は円売りに傾きやすくなる。既に明らかになっている3月分の対外証券投資を見れば、中長期債の買い越し額が5兆2098億円と現行統計開始以来、過去最大を記録しており、少なくとも筆者の試算する基礎的需給においては円安を示唆する状況が続く見通しである。

とはいっても、本日の日本経済新聞朝刊19面も報じていたように、統計上の対外証券投資が出ていても「さすがに為替リスクをとてまで外債投資を増やそうという気にはならない(大手生保運用担当者)」という実態も窺え、ヘッジ比率の高まりと共に為替市場への影響は抑制される可能性もある。FRBの正常化プロセスを巡って不安感が台頭している現状を踏まえれば、円安ドライバーとしての対外証券投資に過度な期待を寄せるのは危険にも思われる。

### ～敢えて探す円安材料：②投機の巻き戻し～

また、本欄を含め、円高シナリオを描く向きにとって最も気掛かりなのがIMM通貨先物取引に代表される投機ポジションの動向である。図示されるように、現状(最新は4月5日時点)で投機筋の円ポジション(対ドル)はロングが増加する一方で、ショートが減少している結果、ネットロングポジションが急増している。これは枚数ベースで見れば、約8年ぶりの高水準である。投機取引である以上、利益確定のために反対売買は必要であり、4~6月期の円相場は「これが取り崩される中でどこまで円安に戻すか」がテーマになるだろう。米経済指標の改善が全く相場のゲームチェンジャーになれていない近況に鑑みれば、4月28日の日銀金融政策決定会合における追加緩和や本邦財務省による為替介



入などが潮目を変える契機として挙がってくる。現実的な可能性としては前者を警戒すべきであり、足許の円高は日銀に対する催促相場の色合いも孕んでいそうである。

しかし、所詮は投機ポジションの清算であって、これが年間の趨勢になるとは思えない。過去の本欄でも述べたように、歴史的に「円高の年」を振り返ってみても、4~6月期は一旦円安に戻すことが多かった(前回図)。理由は定かではないが、今年の例を見る限り、年初から的一方的な円高が小康を得るのがこの年央に差し掛かるというタイミングなのかもしれない。いずれにせよ、現状の傾き過ぎた円買いが解消される中で付ける円安・ドル高水準が、今後 10 か月における最高値となる可能性は高く、115 円まで戻せれば「御の字」といったところではないか。

### ～国際的文脈も踏まえるべき～

現状の相場において「どうしたら円安に戻るのか」という照会は非常に多い。過去3年間、円安が進行する過程で「どうしたら円高に戻るのか」という照会が皆無であったことは対照的であり、それだけ本邦において「円高よりも円安の方が良いに決まっている」という深層心理が根強いことが窺い知れる。しかし、米通貨・金融政策としてドル高を許容できないという環境が変わらない限り、円高・ドル安という大きな流れも変わりようがないというのが引き続き筆者の想定である。

恐らく、上述した②の理由を背景として目先は円安相場が訪れる可能性が否定できず、その幅もそれなりに大きなものになるかもしれない。これを囲む立てる向きも多く出てくるだろう。だが、今やドル安は米国だけではなく中国を含む新興国の安定に必要な調整であり、だからこそ公にされていない「上海合意」なるものがあったのではないかとの観測<sup>1</sup>まで燃っているのである。合意の有無自体は筆者には確認しようがないが、世界経済にとって米中の安定が不可欠であり、ドル安がこれに必要である以上、事態はそのように推移すると考えざるを得ない。今年の為替相場見通しを策定するにあたっては、そのような国際的な文脈も踏まえつつ、パスを描くことが重要と考えたい。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鑑 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。

<sup>1</sup> 『プラザ合意に似た「上海合意」が存在する可能性、一部アナリスト指摘』 2016 年 3 月 18 日、ブルームバーグ

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
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデイスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動搖～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり2回出来れば御の字の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版( ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版( ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」＝「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版( ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置に向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版( ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Gam changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカラ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替從属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版( ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版( ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仮同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受け～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版( ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も…～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
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～