

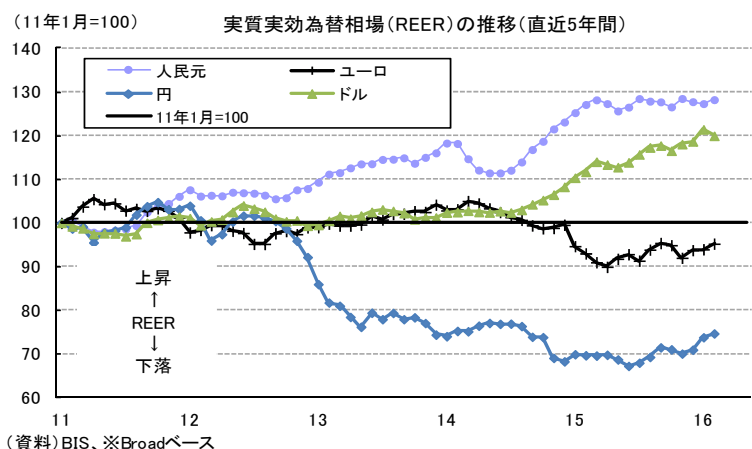
みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 18 日)

## G20 を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～

G20 財務相・中央銀行総裁会議は声明文自体に新味を感じることはなかったが、ルー米財務長官の発言やドーハ産油国会合の交渉決裂などを受けて円高が進行。特に、為替市場の参加者は米要人発言に神経質になっており、基軸通貨の意向(ドル安)を先回りして汲み取るムードが強まっている。昨年来の本欄では米国の通貨・金融政策がドル高を許容できなくなり、それを主因として円高・ドル安相場への反転が始まると予想してきたが、年初から足許までに起きていることは、そうした予想そのもの。しかし、常々述べているように投機筋のポジション動向が行き過ぎていることも確かであり、4～6 月期は一旦、円安・ドル高に大きく戻すことも警戒すべき。投機筋の反転に「きっかけ」を与えそうなのが日銀の追加緩和となろう。折しも、円高に加え熊本地震も重なっている現状を踏まえれば、「実体経済への悪影響を阻止すべく躊躇なく追加緩和」という名目は一段と立ちやすくなったように見受けられる。「やるなら今」という政策判断は相応に合理的なものに。

### ～「さや当て」を警戒する為替市場～

先週 15 日(日本時間 16 日)、ワシントンで開かれていた 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は 2 月の上海会合と同様、各国の財政・金融・成長戦略を駆使することによって現在の停滞を乗り越えていくことが確認された。公式の声明文自体に新味を感じることはなかったが、ルー米財務長官が会議後の記者会見で「最近



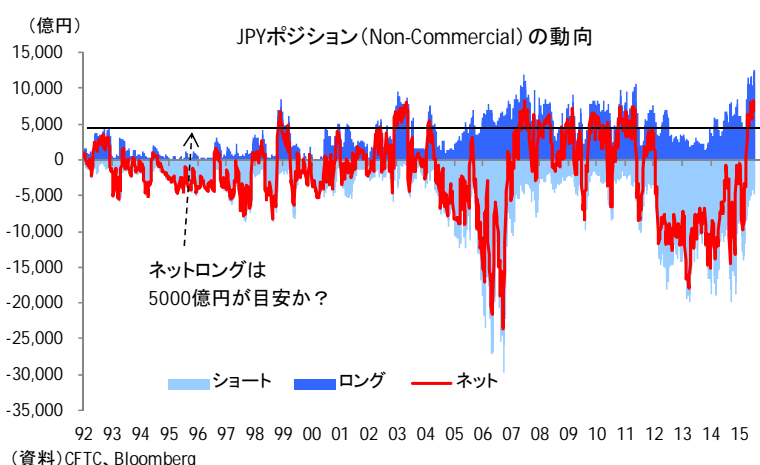
円高が進んだが、為替市場の動きは秩序的」と述べたことが本邦政府・日銀の政策対応をけん制したものとの受け止めが流布しており、為替市場では円高・ドル安が進み、本日朝方には 108 円を割り込む動きも見られている(ドーハ産油国会合において原油増産凍結で合意できなかったことも一因)。この点、従前より為替市場の動きに懸念を示していた麻生財務相は「今日現在で見れば為替が激しい動きではないことは確か」と述べ、ルー財務長官との発言の齟齬はあくまで解釈時点の違いに起因するものと強調している。もちろん、ルー財務長官の発言の真意がどこにあったのかは知る由もない。ただ、為替市場の参加者はこうした要人発言の食い違いをもって通貨外交上の「さや当て」と見なし、基軸通貨の意向を汲み取るように取引を行いやすい。折しも、ドル高に対する米通貨・金融政策のスタンスが注目されていたところへ、こうした発言が重なったことで、為替市場は余計に浮足立つことになる。

率直に言って、昨年のドル/円相場の値幅が 10 円ちょうどだったことを思えば、年初 3 か月間で

10 円超の円高は声明文で謳われる「過度な変動や無秩序な動き」と判断されても不思議ではない。だが、米中経済を筆頭として「世界経済がドル安で安定する」という状況がある以上、過去 3 年が一方的な円安相場だったという経緯も手伝い、国際的に見て「日本が円高で困る」との主張が通り難くなっている面もあるだろう。こうした状況はユーロ圏も同様であり、特に抱えている経常黒字及び貿易黒字の大きさで言えば、最も通貨高に対し抗弁しにくい立場である。昨年来の本欄では米国の通貨・金融政策がドル高を許容できなくなり、それを主因として円高・ドル安相場への反転が始まると予想してきた。年初から足許までに起きていることは、そうした予想そのものである。

### ～日銀追加緩和、「やるなら今」の情勢～

とはいえ、常々述べているように投機筋のポジション動向が行き過ぎていることも確かであり、4～6 月期は一旦、円安・ドル高に大きく戻すことも警戒すべきである。4 月 12 日時点の円ロングポジション(グロス及びネット)は枚数ベースで過去最高に達している。これらポジションの清算に伴う円の売り戻しは正に「きっかけ」待ちというのが現状だろう。なお、金



額ベースで見ても、IMM 通貨先物取引における円のネットロングポジションが+5000 億円を超え続けることは稀である(図)。その際、どの程度、円安が進むかという程度問題は脇に置いたとしても、これ以上の投機的な円買いの積み上がりは経験則に照らせば、簡単ではないという印象である。

この点、「きっかけ」としては、やはり4月28日の日銀金融政策決定会合を警戒せざるを得ない。元より追加緩和への思惑が交錯しているところに、折しも先週末からは熊本地震が重なっている。斯かる状況下、「実体経済への悪影響を阻止すべく躊躇なく追加緩和」という名目は一段と立ちやすくなったように見受けられる。また、政策当局からしても、現状のように投機ポジションが限界まで傾いている状況の方が政策効果を演出しやすいという側面がある(裏を返せば投機ポジションが清算されてからでは効果は小さくなりやすい)。「やるなら今」という政策判断は相応に合理的なものと考えられよう。とはいえ、そうした投機筋のポジション調整が一巡した後は1～3月期と同じような相場が戻ってくるというのが筆者の想定である。洋の東西を問わず、5年間も一方向に通貨高が続けば、その悪影響は議論されて当然であり、しかもそのペースが歴史的に見て早いものであれば、尚のことその思いは強まる。利上げプロセスが本格化する前に為替相場が引き締め効果を持ち過ぎてしまったというのが米国の現状であり、だとすればドル高相場の持続はやはり予想しかねる。

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](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。

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15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
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
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フレーションとユーロ高懸念
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揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経営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」と言う勇氣
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	中国版ブ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～逐次投入体制へ～
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～静観する勇氣～
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版の補完措置へ向けて～
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「痩せ我慢」
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	Game 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～為替従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	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、互解か～
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月雇用統計を受けて～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～預金ファンシ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・・・～