

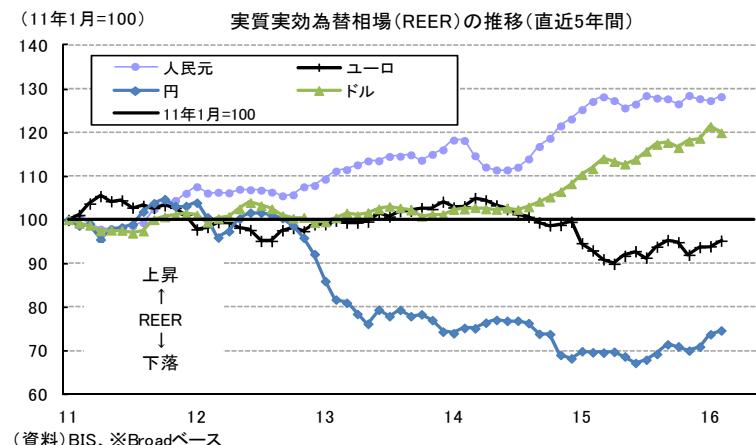
みずほマーケット・トピック(2016年4月18日)

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ア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「最近は円高が進んだが、為替市場の動きは



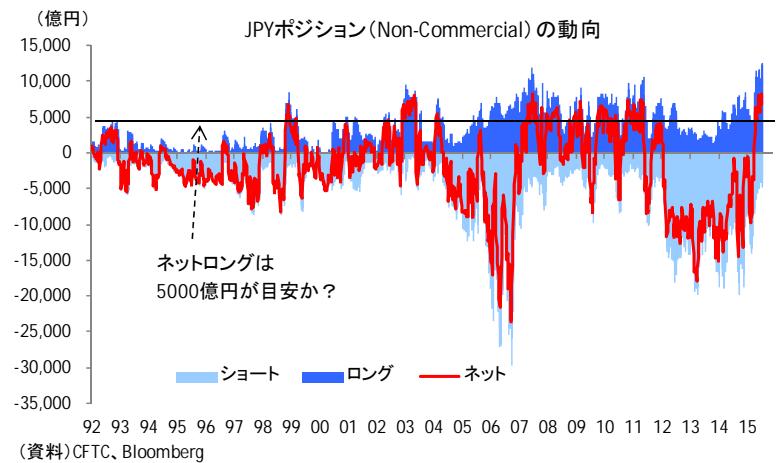
秩序的」と述べたことが本邦政府・日銀の政策対応をけん制したものとの受け止めが流布しており、為替市場では円高・ドル安が進み、本日朝方には108円を割り込む動きも見られている(ドーア産油国会合において原油増産凍結で合意できなかったことも一因)。この点、従前より為替市場の動きに懸念を示していた麻生財務相は「今日現在で見れば為替が激しい動きではないことは確か」と述べ、ルー財務長官との発言の齟齬はあくまで解釈時点の違いに起因するものと強調している。もちろん、ルー財務長官の発言の真意がどこにあったのかは知る由もない。ただ、為替市場の参加者はこうした要人発言の食い違いをもって通貨外交上の「さや当て」と見なし、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～

とはいって、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ヶ月期は一旦、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。とはいって、こうした投機筋のポジション調整が一巡した後は 1～3ヶ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統ければ、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

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。

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ィ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 | 中国版ラグ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「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 | 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~「ハト派なタ力派」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~為替從属強まる日本欧中銀~ |
| 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...~ |