

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 25 日)

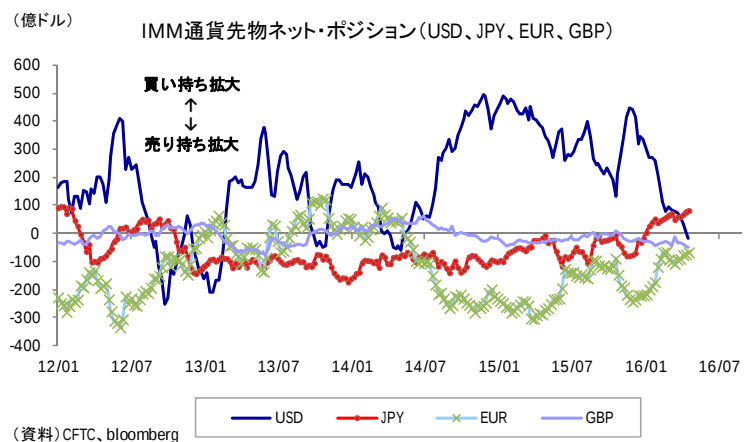
3 週間ぶりの 111 円台を受けて～想定通りの円安～

一部報道において今週 28 日の日銀金融政策決定会合でマイナス金利付き資金供給が行われるとの観測が報じられ、ドル/円相場は 3 週間ぶりの 111 円台まで急伸。日銀の「次の一手」が本当に今週講じられるか否かは不透明だが、ドル/円相場の急伸自体は完全に本欄の想定通り。常々述べてきたように、3 月以降の円相場は投機の円ロングポジションが積み上がり過ぎており、もはやこの巻き戻しは「きっかけ待ち」の状況であった。真偽のほどは脇に置いて、観測報道は「渡りに舟」だったものだろう。『中期為替相場見通し』における 4～6 月期のドル/円相場の上値は 117 円であり、今少しの円安・ドル高を想定している。しかし、この清算終了後の水準が次の円高局面の起点となることは忘れてはならない。引き続き、「日本が円高についてどう思うか」ではなく、「米中の安定にドル安が必要」という点を見通し作成の軸に据えていきたい。

～完全に想定通りの円安～

先週末 22 日の為替相場ではドル/円相場が急伸する展開となり、3 週間ぶりの 111 円台に乗せて週をひけている。一部報道において今週 28 日の日銀金融政策決定会合でマイナス金利付き資金供給が行われるとの観測が報じられ、円を手放す流れが加速している。本欄 2016 年 4 月 21 日号『日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版 TLTRO2 か～』では、ECB でターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO2)が導入された経緯を踏まえ、「日銀版 TLTRO2 が検討されても不思議ではない。また、東日本大震災時に復興オペとして新スキームが導入された経緯を踏まえれば、今回、TLTRO2 のようなスキームが少なくとも被災地金融機関に向けて導入される可能性は高い」と述べたが、概ねこれに沿う観測報道である。民間銀行部門における金融政策への不満をガス抜きすべく、同政策が採られる蓋然性はやはり高い。

また、こうしたドル/円相場の急伸も完全に本欄の想定通りの展開である。常々述べてきたように、筆者は 2016 年を「円高の年」と位置付けつつ、3 月以降の円相場は投機の円ロングポジションが積み上がり過ぎており、もはやこの巻き戻しは「きっかけ待ち」の状況と考えていた。海外勢は所詮、「アベノミクス≡日銀追加緩和」と見なす向きが多く、その効果の有無を真摯に考えている向きは少ない。先週 4 月 19 日時点で投機の円ロングポジションは限界まで膨らんでおり(図)¹、主要 8 通貨



¹ 詳しくは今朝配信の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2016 年 4 月 19 日時点)』をご参照下さい。

に対するドルポジションは遂にネット売り持ちに転じた(2014年5月6日以来、約2年ぶりの出来事)。ここまで膨らんだものはどこかで益出しする必要があり、観測報道は「渡りに舟」だったものだろう。2016年3月29日発行の『中期為替相場見通し』における4～6月期のドル/円相場の上値は117円であり、今少しの円安・ドル高は想定しておきたい。

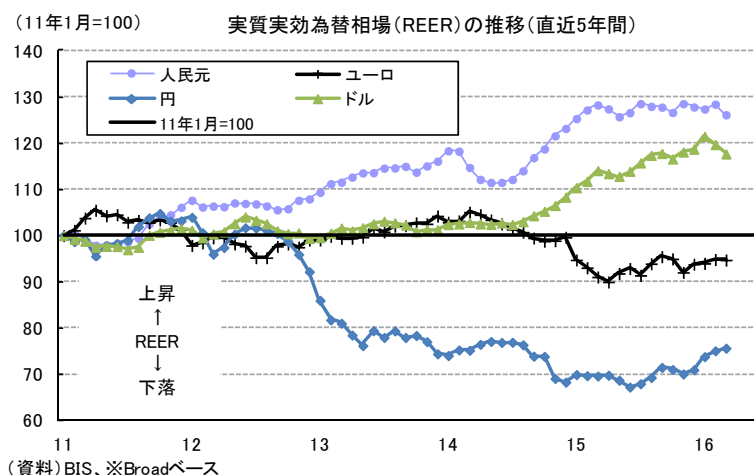
なお、今週28日会合の見通しは一段と混迷を極めている。カードを温存したい日銀にとって、一時的とは分かっているにもかかわらず現状の相場つきは神風である。現状の地合いは観測報道だけで作られたものではなく原油価格の反転や中国経済指標の落ち着きにも助けられている部分があり、仮に現状維持でも傷(円高・ドル安)は浅いと考える可能性もある。また、展望レポートのタイミングに拘らず、6月15～16日の参院選直前会合における緩和を予想する声も散見され始めており、だとすれば、今回は穏便に済ませたい気持ちもあろう。だが、一時的と分かっているからこそ、ここで投機ポジションの清算を一気呵成に進めるべく、追加緩和に踏み切り115円超の円安・ドル高水準を狙う可能性を筆者は警戒したい。この清算終了後の水準が次の円高局面の起点となるのだから。

～「円高の年」の基本認識は揺るがず～

筆者の基本認識を改めて確認しておく、あくまで足許の円安・ドル高は健全な調整に過ぎず、この流れを受けて「円高の年」というメインシナリオが揺らぐとは考えていない。本欄では繰り返し論じているように、2016年の為替相場見通しを策定する上での要諦は「日本が円高についてどう思うか」ではなく、「米中の安定にドル安が必要」という点である。今、足許で起きていることは過去5年間の一方的な相場の巻き戻しに過ぎ

ない(図)。過去5年で人民元は約+30%、ドルは約+20%上昇し、円は約▲30%、ユーロは約▲10%下落したという経緯がある。ここからさらに過去5年と同じ方向を予想するのは上昇してきた通貨の国の経済に対し、よほど強い信頼感が必要になるはずである。筆者はそのような信頼感を米国や中国の実体経済に抱けないため、必然的に円高を予想せざるを得ないという立場である。

一時的な投機ポジションの振れや金融政策の一挙手一投足に捉われることなく、国際的文脈に沿った相場観を持つことが今年のドル/円相場見通しでは報われると引き続き考えていきたい。



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
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
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向～
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」の金利上げ～
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～悔れない、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「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」は軽ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演と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、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」