

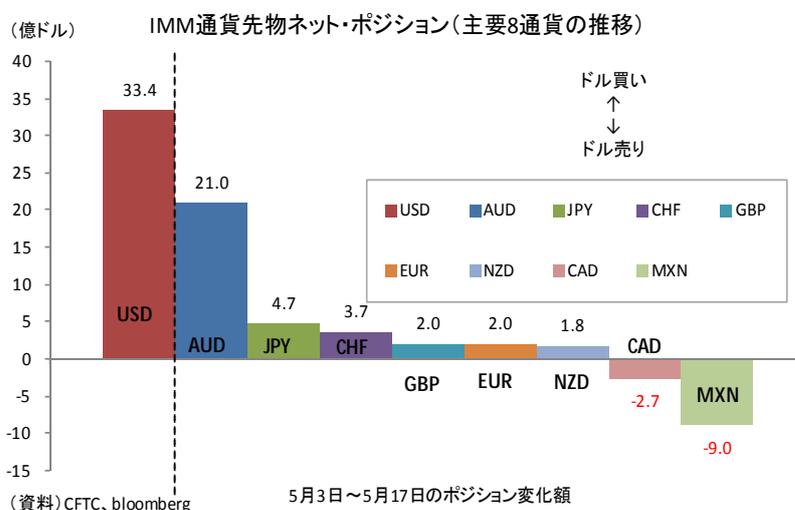
みずほマーケット・トピック(2016年5月26日)

投機ポジションにおける「ドル買いの正体」

足許の堅調なドル相場は6月利上げ期待が俄かに盛り上がった結果と考えられているが、実際の所、過去2週間で主要通貨における対ドルの投機ポジションはさほど動いていない。IMM通貨先物取引における投機筋のポジションを見ると、確かに5月に入ってから2週間でドルショートポジションは急減し(つまりドルロングポジションが急増)しているが、この動きはユーロや円といった主要通貨売りではなく、圧倒的に豪ドル売りの動きに主導されたもの。これは豪州準備銀行(RBA)理事会の利下げを受けた動きだが、その一方で円やユーロのポジションは殆ど動いていない。こうした現状に対しては①円やユーロなどの主要通貨はこれから利上げ期待が織り込まれて巻き戻される、②円やユーロなどの主要通貨の為替市場参加者は米利上げの持続性を期待していないなどの解釈が有り得る。いち早く期待の織り込みが進みやすい為替市場において①の理屈は無理筋に思われ、実態は②に近いというのが筆者のスタンス。

～「ドル買いの正体」は・・・～

昨日の為替市場もドル相場が堅調に推移する展開で、対ユーロでは1.115～1.120、対円では109～110円の取引が続いている。堅調のドル相場は先週18日に公表されたFOMC議事要旨(4月26～27日開催分)を経て6月利上げ期待が俄かに盛り上がった結果と考えられているが、実際の所、過去2週間のドル高相場では主要通貨の投機ポジションはさほど動いていないという事実もある。IMM通貨先物取引



における投機筋のポジションを見ると、確かに5月に入ってから2週間(5月3～17日)でドルショートポジションが急減し(つまりドルロングポジションが急増)しているが、この動きはユーロや円といった主要通貨売りではなく、圧倒的に豪ドル売りの動きに主導されたものである(図)。

豪ドルは1～4月にロングポジションが積み増されてきたが、これは1バレル30ドル割れから50ドル弱まで戻した原油価格に追従したものであった。この2週間でも原油価格は続伸しているが、投機筋による豪ドル買いは大きく反転している。これは5月3日の豪州準備銀行(RBA)理事会において過去最低まで政策金利が引き下げられたことを受けた動きであるが、上図を見る限り、少なくとも過去2週間の投機ポジションにおける「ドル買いの正体」は豪ドル売りにあったと言える。その

間のユーロ/ドルやドル/円の動きはこの動きに多少なりとも引きずられた部分があったのではない。足許のドル買いが本当にFRBの正常化への信認に起因しているのだとすれば、歴史的な水準までロングポジションが積み上がった円やポジションがスクエアになったマイナス金利幅の大きいユーロなどが売られそうだが、同期間における両通貨の動きはそれほど派手なものになっていない。

～「所詮は続かない」と思われている米利上げ～

こうした現状に対しては①円やユーロなどの主要通貨はこれから利上げ期待が織り込まれて巻き戻される、②円やユーロなどの主要通貨の為替市場参加者は米利上げの持続性を期待していないなどの解釈が有り得る。いち早く期待の織り込みが進みやすい為替市場において①の理屈は無理筋に思われ、実態は②に近いというのが筆者のスタンスである。

利上げ期待が盛り上がりドル買いが進んでいるとは言っても、FRBメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)において「2年間で8回」というイメージで利上げを見込んでいた2014年来の勢いはもはや感じられず、年内ゼロ回と思われているものが1回、せいぜい2回という織り込みになっているという話に過ぎない。表に示されるように、ドル高相場の起点となった2014年6月時点のドットチャートでは2016年末に関し2.50%

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2016	2017	2018	Longer run
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	3.25%

(資料)FRB

が想定され、その3か月後の9月には2.875%と利上げペースの加速すら想定されていた。自ずとドル高が進むのは当然だったと言える。だが、足許では最大2回の利上げペースを念頭に米通貨政策が既にドル高回避を希求しつつある状況であり、少なくとも2年で+20%以上という猛烈な勢いで進んできた2014～15年のドル高相場の再来は困難だろう。巷で高まる利上げムードとは裏腹にユーロや円の投機ポジションがあまり動いていないのは、こうした先行きに関して達観している為替市場参加者が多いからではないだろうか。要は、利上げできたとしても「所詮は続かない」と考える向きが支配的になっており、これが結果的にドル相場の上値を押さえているように思われる。もちろん、投機ポジションである以上、どこかで反対売買を経て利益確定を行わなければならない。この点、目先のドル/円相場は巻き戻しの余地が大分残されており、上昇を警戒した方が良いのだろう(『中期為替相場見通し』では4～6月期の上値を113円に設定している)。しかし、それが通年の基調として根付くかどうかは全く別の話として切り分ける冷静さが重要である。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
2016年4月26日	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
2016年4月25日	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
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～
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～基礎通貨には逆らえず～)
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、為替見直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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～
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