

みずほマーケット・トピック(2016年6月1日)

年内「最後の円安」に備える時か

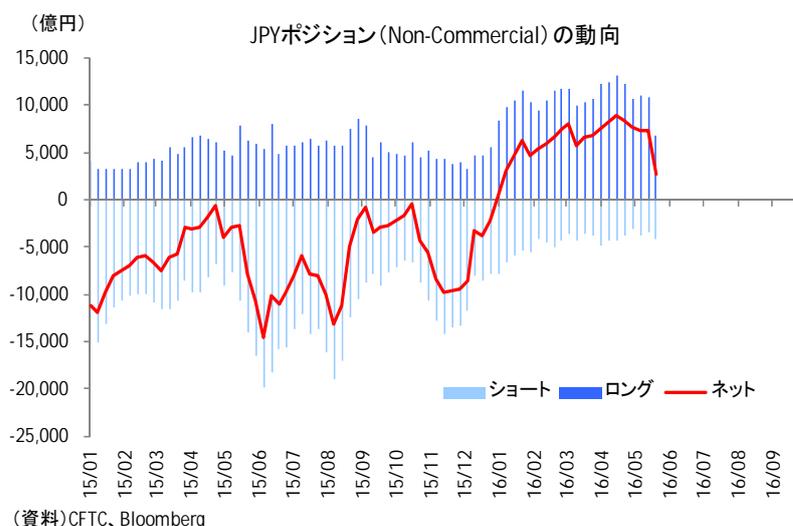
IMM 通貨先物取引に代表される投機筋の円ロングポジションの調整が進んでいる。結果論だが、追加緩和や増税先送り、補正予算など、本邦からの政策的意図をもって円安相場に反転させるならば、ポジションが最も傾斜していた4月中～下旬が最大のチャンスだったように思われる。円安・ドル高を演出したい政策当局者からすれば、積み上がった円ロングポジションは円安に行くための「燃料」に等しい。「燃料」は少しずつ使うのではなく、一気に使ってしまった方が爆発力があり、自ずと到達できるドル/円相場の水準も高いものになる。だが、「燃料」は少しずつ使われており、現状では年初1月5日以来の水準まで戻ってしまった。今後控えているイベントを踏まえれば、6～7月の今後2か月は残り少ない「燃料」を振り絞って円安・ドル高が進行する今年最後のチャンスになるかもしれない。ドル相場の騰勢が定着してくれば米国内外に必ず歪(ひずみ)が生じるのであり、例えば足許の人民元相場を巡る動きなどはやや不安な兆候を感じる。

～ドル相場反落はむしろ自然～

昨日の為替市場はドル相場が反落する展開。米4月個人消費が前月比+1.0%と7年ぶりの増加幅を示し、個人消費支出(PCE)デフレーターも同+0.3%と2015年5月以来の上昇幅となるなど、6月利上げへの期待はますます高まっている。とはいえ、5月だけでドルインデックスは+4%弱も上昇していることを思えば、反落はむしろ自然だろう。対円でも一時111.50円付近まで上昇した後、反落する動きとなっているが、5月初めに105円台をつけていたことを考えれば堅調推移と言える。

～残り少ない円安の「燃料」～

本欄では常々述べているように、年初来の投機筋における円ロングポジションの積み上がりペースを踏まえる限り、目先注目しなければならない論点は「これが如何に取り崩され、その際に幾らまで円安・ドル高が進むのか」というところにあつた。IMM 通貨先物取引における円ロングの直近ピークが4月19日であったことを踏まえれば、その約1週間後に開催された日銀金融政策決定会合で追加緩和が



決定されていれば一気にポジション調整が進み、115円付近までの円安が可能であったというのが

筆者の基本認識である。だが、周知の通り、4月28日の金融政策決定会合は現状維持を決定し、これを受けて円相場は急伸した。振り返ってみれば、この4月中旬から下旬こそが投機的な円買いのクライマックスであり、年初来安値(5月3日)の105.55円へ繋がっていくことにもなった。

結果論だが、追加緩和や増税先送り、補正予算など、本邦からの政策的意図をもって円安相場に反転させるならば、ポジションが最も傾斜していたこの頃が最大のチャンスだったように思われる。円安・ドル高を演出したい政策当局者からすれば、積み上がった円ロングポジションは円安に行くための「燃料」に等しい。「燃料」は少しずつ使うのではなく、一気に使ってしまった方が爆発力があり、自ずと到達できるドル/円相場の水準も高いものになる。だが、前頁図が示すように、「燃料」は少しずつ使われており、現状では年初1月5日以来の水準まで戻ってしまった。こうした年初来のドル/円相場と投機ポジションの関係を非常にラフに表現すると、年初120円から105円への円高相場で蓄えられた「燃料」の大半が105円から111円への円安相場に使われてしまっている構図であり、直感的に言って割に合わない。

～今後2か月が最後のチャンス?～

こうした議論を踏まえれば、今後、投機筋を踏み上げることによる円安は徐々に難しくなるというのが実情だろう。しかし、年初1月5日以来の水準まで戻ったとはいえ、円相場の投機ポジションはまだネットロングであり、「燃料」は完全には潰えていないため、もう一段の円安進行は有り得る。

6～7月を見渡しても、どちらかと言えば円安・ドル高を警戒する必要性が高そうである。今週3日に米5月雇用統計、14～15日にFOMC、15～16日に日銀金融政策決定会合、23日に英国の国民投票がある。米5月雇用統計が良好でFRBに対する利上げ期待が高まり、実際に利上げが行われ、国民投票で英国のEU残留が確定した場合、ドル/円相場がもう一段上昇しても不思議ではない(もちろん、昨日の英世論調査¹を見る限り、こうした楽観シナリオが覆される可能性もある。少なくとも昨日の世論調査を受けてFRBは6月利上げを逡巡しているだろう)。さらに7月中には参院選が控えており、円高・株安を許さないムードが醸成されやすいだろう。6～7月の今後2か月は残り少ない「燃料」を振り絞って円安・ドル高が進行する今年最後のチャンスになるかもしれない。

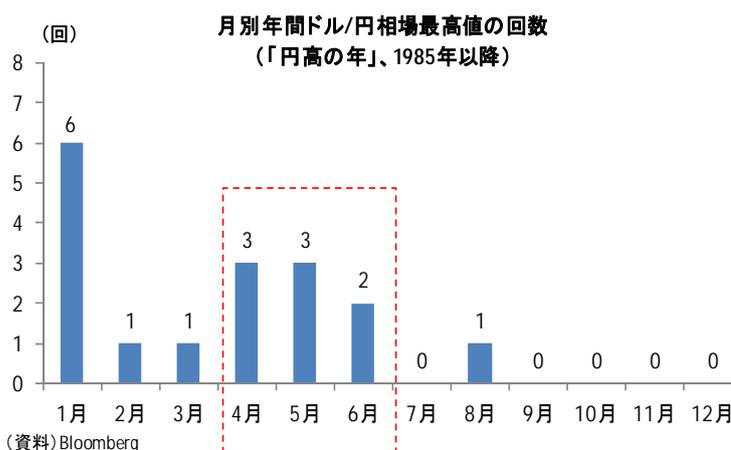
～ドル高は歪(ひずみ)を生むだけ～

しかし、本欄では執拗に述べてきているように、ドル相場の騰勢が定着してくれば米国内外に必ず歪(ひずみ)が生じる。実際、足許では俄かに人民元相場の下落が耳目を集め始めているが、こうした動きが激しくなってくれば再び昨年8月や今年1月のような混乱は起こり得る。米国が連続的な利上げに踏み切ってドル高を容認した場合、中国はこれに付き合い人民元高を許容するか、それともドル相場とのデカップリングを進め大幅な資本流出を制御することに腐心するかとの二択を迫られる。いずれも簡単な政策運営ではない。「緩やかなドル安」と共に「緩やかな人民元安」を演出するというのが一番波風の立たない経路だろう。

¹ 昨日発表されたICM社の電話調査によれば「離脱派」が45%、「残留派」が42%となり、楽観ムードを生んだ前回調査(5月16日、「離脱派」39%、「残留派」47%)が一気に引っくり返された。

米国に目をやっても、既に景気拡大が成熟化しつつある中、新大統領下での政権がドル高を許容し続けるとは引き続き信じがたい。この所、「米国の地力を侮ってはいけない」、「意外に2~3回利上げしてしまうかもしれない」という声も散見されるが、新しい政権がスタートするにあたって万難を排し政策運営に当たろうとするのは洋の東西を問わず共通した政治行動である。明らかなバブルの兆

候でも見えていない限り、敢えて景気失速を促すような政策を採ることは考えにくく、それゆえに年後半にかけてはFRBのハト派化に応じた円高・ドル安相場が繰り返されるというのが筆者の立場である。過去の本欄²でも述べたように、「円高の年」であっても4~6月期がドル/円相場の年初来高値であるケースは珍しくない(図)。今年もやはりそのパターンに嵌まっているのだとすると、円安を望む市場参加者にとっては今後2か月が非常に重要な局面になってくる。



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。

² 本欄 2016年3月3日号『今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～』をご参照下さい。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
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	消費増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力～「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25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22日	3週間ぶりの111円高を受けて～想定通りの円安～
2016年4月21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!にならなかった米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～