

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 17 日)

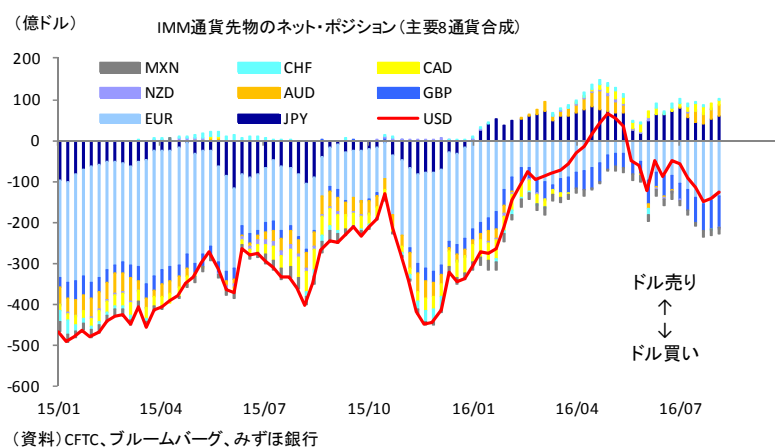
「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高

昨日のドル/円相場は一時 99.55 円と、6 月 24 日以来の安値水準まで下落。筆者は「7～9 月期に二桁定着」を 1 つの注目点として挙げてきたが、そのシナリオが実現しつつある情勢。断続的に 100 円割れを経験した上で、市場参加者における抵抗感が薄れた所でそれが定着する展開が目に見えよう。過去 1 週間でドル売りが加速している背景を敢えて探すとすれば、雇用統計を除く米経済指標が軒並み冴えない結果となっていることは嫌気されていそう。IMM 通貨先物取引の状況などを見る限り、7 月下旬以降の円高は「円買い」の要素が強かったものの、足許の円高は「ドル売り」の側面が強そうである。FRB 高官によるタカ派発言もこれまでの経緯に照らせば信用に足らない。人民元ショックから 1 年が経過し、「ドル高では誰も幸せにならない」との事実が漸く市場参加者にも浸透し始めているのだとすれば、ドル安相場の本格化はまだこれからである。

～「円買い」主導から「ドル売り」主導へ～

昨日の為替相場ではドルが下落する展開。ドル/円相場は取引の薄い東京時間からじりじりと値を下げ、ニューヨーク時間には一時 99.55 円まで値を下げた(大きな材料はないが、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による論文『Monetary Policy in a Low R-star World』が材料視されたとの解説は目立つ)。英国の国民投票で EU 離脱(Brexit)方針が決定した 6 月 24 日以来の安値水準となる。本欄や『中期為替相場見通し』、その他外部寄稿¹で筆者は「7～9 月期に二桁定着」を 1 つの注目点として挙げてきた。昨晩はダドリー・ニューヨーク連銀総裁の「9 月の米利上げ有り得る」との発言を受けて 100 円台に値を戻しているが、断続的に 100 円割れを経験した上で、市場参加者における抵抗感が薄れた所でそれが定着する展開が目に見えよう。但し、今晚の FOMC 議事要旨(7 月 26～27 日分)におけるタカ派寄りの内容を受けて、短期的には値を戻す展開も警戒したい。

足許の円高進行はどちらかと言えば円買いというよりもドル売りに主導された印象が強く、実際にドルインデックスは急落している。また、IMM 通貨先物取引の状況(8 月 9 日時点)を見ても、投機的な円買い持ちは高水準で積み上がっているとはいえ、最近までは主要通貨全体に対しドル売りが進んでいたわけではなく、むしろドル買い優勢だった(図)。7 月下旬からの円高相場の主因は「ドル売り」ではなく純粋に「円買い」だったということである(日銀に対する失望などが絡んでいる



¹ 東洋経済オンライン 7 月 27 日配信『今は踊り場、為替は 90 円台の円高に向かう』などをご参照下さい。

のかもしれない)。個別に見れば、ドルに対して買われている通貨は圧倒的に円であり、これに豪ドルが続くといったイメージである(カナダドルやスイスフランも買い持ちだがごく少額であり、中立といった印象)。片や、ドルの映し鏡として動きやすいユーロは大幅な売り持ちが続き、Brexit 問題以降、イングランド銀行の緩和強化が警戒される英ポンドも歴史的な売り持ちが続いている。英ポンドは特殊要因だが、ユーロがドルに対して大幅に売り持ちされているという状態は、「米利上げでドル相場上昇」というシナリオに賭ける向きが消えていないことを意味するだろう。これは米利上げ期待の剥落に伴ってドル売りが進む余地が投機的には大分残されている状況とも言える。

何故、直近1週間でドル相場が軟化しているのか。要因は1つではないだろうが、雇用統計を除く米経済指標が軒並み冴えない結果となっていることを受け、ユーロを中心とする欧州通貨に対してもドル売りが進んでいる可能性などが考えられる。要するに、足許で起きているドル/円相場の下落は「円買い」というよりも「ドル売り」の結果であり、こちらの方が元々の筆者の想定に近い。当面、注目される展開は投機的なユーロ売り・ドル買いが解消される(＝ユーロ買い・ドル売りが進む)余波で円相場も対ドルで押し上げられ、100円割れが常態化するという地合いではないだろうか。

～市場参加者の本音は「今さら信じられない」～

ハト派筆頭であるダドリー総裁が9月利上げを仄めかしたことは相応に驚きだが、市場がこれを信じるだけの材料はない。さらにダドリー総裁は「市場は向こう1年程度に短期金利を緩やかに引き上げる必要性に無頓着」とも述べ、利上げの織り込みが過小であることに異を唱えているが、正常化プロセスを3年も続けてきて1回しか利上げ出来ず、その利上げ前後のドル高で米経済が痛んだことを目の当たりにした市場参加者からすれば「今さら信じられない」というのが本音に近いのではないか。これまでも利上げに自信を見せるFRB高官発言が繰り返されたが、その殆どは実現しなかった。余程踏み込んだ発言でもない限り、利上げを信じ、ドルを買い進める展開は難しいと考える。

では、市場参加者の予想とは裏腹に9月20～21日のFOMCで利上げが実施された場合はどうなるのか。もちろん、直後にドル買いが進むことは確かだろう。だが、そのドル買いに持続力が伴うかどうかは別問題である。かねてより本欄では重要なことは利上げの「有無」ではなく「結果」だと強調してきた。利上げの結果として起きるドル高や、ドル高にある程度は付き合わなければならない中国、そしてFF金利上昇に伴う世界の資本コスト上昇などは決して盤石とは言えない世界経済にとって酷と言わざるを得ない。昨年8月11日に中国が人民元相場的大幅切り下げに踏み込んだのは、大国であるにも拘わらず無理筋なドルペッグに拘った同国の通貨政策に根本的な原因があるが、そうした問題の所在を認識しながら利上げに踏み切ったFRBにも責任の一端はある(金融政策は国内目的のために行使されるべきだが、FRBだけは海外経済への配慮が必要と筆者は考える)。人民元ショックから1年が経過し、「ドル高では誰も幸せにならない」との事実が漸く市場参加者にも浸透し始めているのだとすれば、ドル安相場の本格化はまだこれからという話になる。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
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・・・
	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)
	「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～侮やまれる満点回答～)
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