

みずほマーケット・トピック(2016年12月12日)

## 円相場における実需と投機の現状について

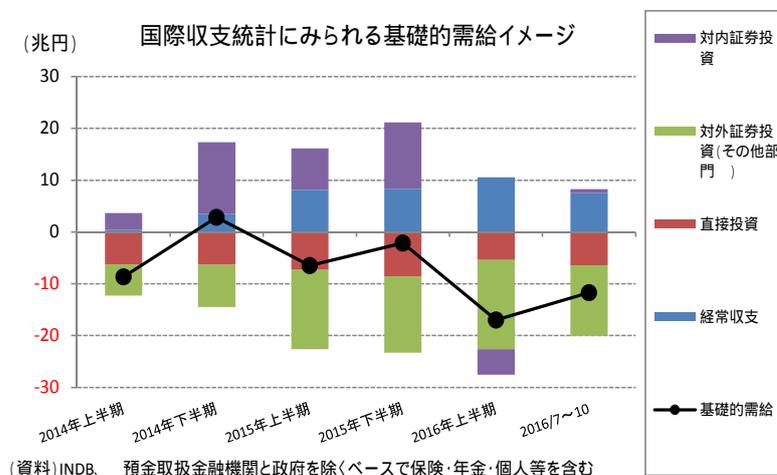
円相場の需給環境は引き続き円売り超過が続いている。本欄で予想の指針としている基礎的需給バランスを見ると、2016年1～10月分までの基礎的需給合計で約28.7兆円の円売り超過。これは2015年通年の約12兆円の倍以上の規模。引き続き、本邦機関投資家を中心とする対外証券投資にけん引された円売りであり、素直に日米金融政策格差に応じた動きと考えられる。だが、過去1か月の米金利とドルの相互連関的な上昇は恐らくFOMCが想定しているものよりも大きいものと思われ、FRBの複数回の利上げを当て込んで対外証券投資が膨らんでいるのだとすれば、やはり2017年のどこかで減速は不可避ではないか。また、IMM通貨先物取引で見られる投機筋の動向を見ると、対ドルでの円の持ち高が1年ぶりに売り越しに転じており、ここから先は単なるポジション調整ではなく「腰の入った円売り」が必要に。そうした動きを支えるだけの材料がトランプノミクスの下で打ち出されてくるのかは依然として確信が持てない。

### ～FOMCは穏当な内容に落ち着くはず～

先週末の為替相場は米金利上昇に連れてドル買いが進み、本日にかけてのドル/円相場は今年2月10日以来の高値となる115.50円を突破する動きが見られている。引き続きトランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)に賭ける動きが続いているが、これほど一方的な米金利高及びドル高は前回11月のFOMCの想定を超え、金融環境は意図した以上の引き締めとなっているように思われる。こうした状況下、タカ派的な情報発信を重ねるのは火に油を注ぐようなものであり、恐らく、委員による政策金利見通し(ドットチャート)は穏当な内容に落ち着くだろう。引き続き年2回の利上げを前提とする予想が示され、市場の反応も限定的なものになると思われる。

### ～昨年の倍以上に達した円売り超過～

ところで、円相場の需給環境に関しても、引き続き円売り超過の地合いが続いている。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見ると、2016年1～10月分までの基礎的需給を合計すると、約▲28.7兆円の円売り超過となる。これは2015年通年の約▲12兆円の倍以上の規模である。引き続き、本邦機関投資家を中心とする対外証券投資に

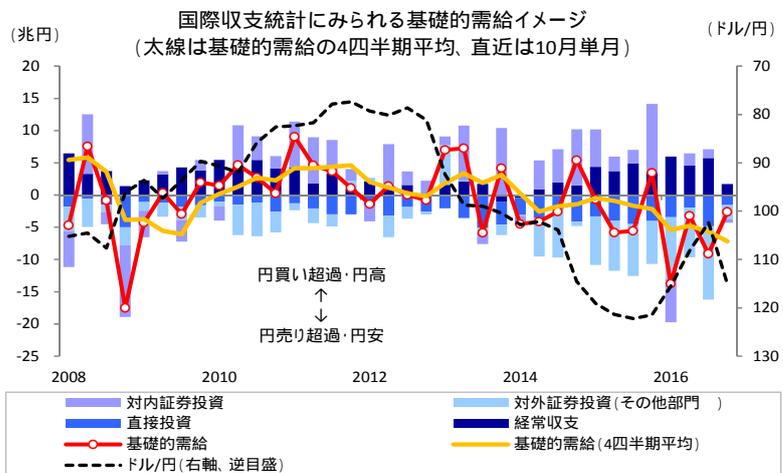


けん引された円売りであり、素直に日米金融政策格差に応じた動きと考えられる。常々述べているように、筆者が円高見通しを主張する際、こうした機関投資家を筆頭とする「日本人の円売り(外貨買い)」はやはり非常に大きなリスクだと考えてきた。また、最近ではドル/円相場のドライバーとして日米金利差、特に日本側ではゼロ%にペッグされている10年金利の格差に着目する向きが多くなっており、「一方的に拡大する日米金利差→円売り・ドル買い」というシンプルなロジックに依存してドル/円相場が上昇しやすくなっている。現状の金利差を元に推計した場合、120円前後が1つの目処として浮かび上がってくることは過去の本欄<sup>1</sup>でも述べた通りであり、目先まだ上昇が続く可能性はあるだろう。だが、冒頭述べたように、過去1か月の米金利とドルの相互連関的な上昇は恐らくFOMCが想定しているものよりも大きいものと思われる。FRBの複数回の利上げを当て込んで対外証券投資が膨らんでいるのだとすれば、やはり2017年のどこかで減速は不可避ではないか。

なお、対外証券投資の陰に隠れて目立たないが、対外直接投資も7~10月で▲6.4兆円と上半期の規模(▲5.4兆円)を既に超えており、1~10月で見れば▲11.8兆円となっている。これは巨額と言われた2015年通年(▲15.8兆円)に迫る勢いであり、こうした日本企業による円の売り切りも円安を支えている可能性が高い。対外直接投資は縮小する国内市場へ対抗するための企業戦略としての色合いが強いため、為替相場に拘らず、今後も安定的に予想されるものと考えられる(事実、アベノミクス下での円安局面で対外直接投資が減速することはなかった)。

### ~100円割れを阻んだ円売り需給~

金融危機後の基礎的需給とドル/円相場の推移を見たものが右図となる。大まかなイメージではあるが、基礎的需給の方向感とドル/円相場のそれは一致してきた印象はある。なお、年初から見られてきたドル/円相場の下落は人民元的大幅切り下げやそれを受けた国際金融市場の動揺に反応したものであった。だが、今年7~9月期以降は、基礎的需給の円売り超過が深くなるに伴ってドル/円相場が反転上昇し始めている



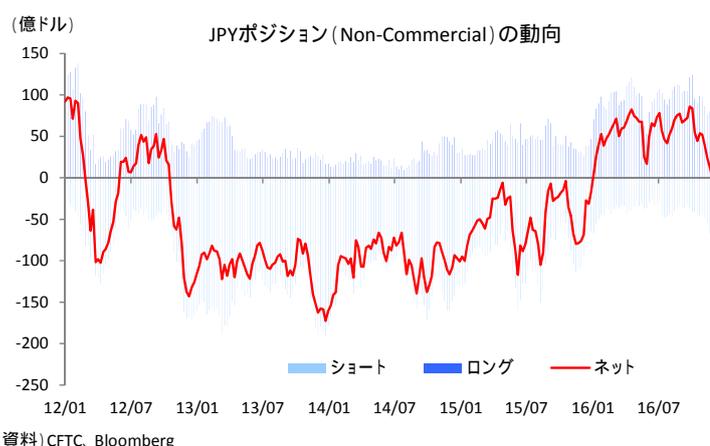
(資料)日本銀行、INDB、銀行・政府部門を除くベースで生保・年金・個人等が対象。

ようにも見える。もちろん、これらは後講釈の域を出ないものだが、2014年半ば以降、円相場の基礎的需給環境が円売り傾斜を強めていることが、結果として2016年央以降に想定された100円割れ定着を阻んだ1つの要因であった可能性はやはり高い(この点は本欄や『中期為替相場見通し』で繰り返し懸念していたアップサイドリスクでもあった)。今後、ドル/円相場の見通しを立てるにあたってはこうした基礎的需給のトレンドを捉えることが重要と思われるが、既に述べたように、こうした需給のトレンド自体、FRBの正常化路線を前提としたものであることは忘れてはならない。

<sup>1</sup> 本欄2016年12月7日号『日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて』をご参照下さい。

## ～試される「腰の入った円売り」～

今朝発行した『IMM 通貨先物のポジション動向』<sup>2</sup>でも示した通り、既に IMM 通貨先物取引で見られる投机筋の動向においては対ドルの円の持ち高が1年ぶりに売り越しに転じており(図)、ここから先は単なるポジション調整ではなく「腰の入った円売り」という局面に入ってくる。そうした動きを支えるだけの材料がトランプノミクスの下で打ち出されてくるのかは依然として確信が持



てず、今後は巻き戻しリスクを睨みながらの相場つきとなろう。これまでも述べてきた通り、トランプ次期大統領の言動を踏まえれば、米金利とドルの急激な騰勢が早く受け入れて貰えるとはどうしても思えないというのが筆者の基本認識であり、2017年は年明け後から「腰の入った円売り」が試される局面になりそうである。仮に、通貨政策としてドル高を許容できないという情報発信が行われた場合、トランプラリーは問答無用で手仕舞いを迫られることは念頭に置かねばならない。

また、繰り返し述べているように、金利とドルがここまで経済や金融環境に引き締め効果を持ってしまった以上、FRB が能動的にタカ派な情報発信をして、連続的な利上げに踏み切る必要性は小さくなっている。政治・経済・金融といった側面に照らせば、足許で見られている基礎的需給環境を理由に円安の継続を予想するのはやはり勇気が要るように思われ、筆者は引き続き、先行きのドル/円相場に関してダウンサイドリスクが大きくなっていると考えている。

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](mailto: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。

<sup>2</sup> 2016年12月12日発行『IMM 通貨先物のポジション動向～円の売り持ち高は2015年12月8日以来の高水準に～』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/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
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
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	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を讀まない」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～円の信託を「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～
2016年6月24日	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