

みずほマーケット・トピック (2018 年 4 月 23 日)

節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～

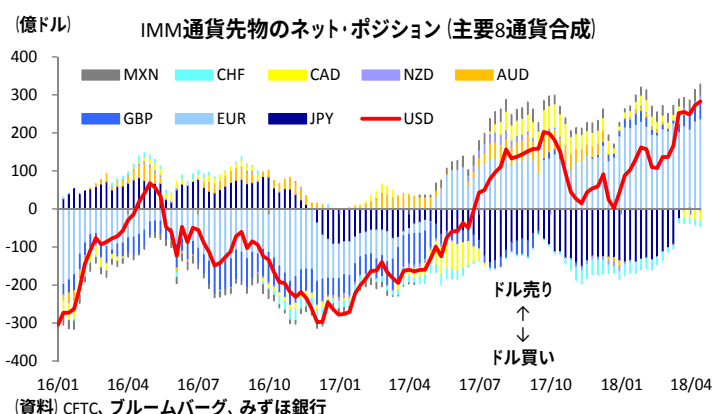
先週 20 日、北朝鮮が核実験と大陸間弾道ミサイル (ICBM) の発射実験を中止する方針を表明したことで、リスクオフムードが和らぎ、ドル/円相場も高値圏で推移している。北朝鮮の動きをどこまで信用すべきかという論点は当然あるが、足許の宥和ムードが投機ポジションの現状とあいまって、短期的な相場の流れを変える可能性はある。IMM 通貨先物取引に現れる過去 1 年間の投機ポジションの傾向はドル売り・ユーロ買いであり、昨秋頃以降はこれに円買いも加わった。背景理由はどうあれ、現状の投機ポジションがかなり一方向に傾斜しているのは間違いない。円に関しては「ショートの巻き戻し」という目先の円高材料が使い果たされ、ユーロに至っては史上最大のユーロロングを抱えている。どちらも従前の流れを追うのはやや厳しい情勢。しかし、こうした短期筋の変化を受けて円高予想を変える必要はない。本欄で最も重視している論点は FRB の正常化プロセスの持続性であり、この点は相変わらず疑わしさが払拭できていない。

～地政学リスクの低下で円安も・・・～

先週末は 20 日開催された朝鮮労働党中央委員会総会で金正恩委員長が 21 日から核実験と大陸間弾道ミサイル (ICBM) の発射実験を中止する方針を表明し、核実験場の廃止も発表したことが大きく報じられた。昨年来、継続的にドル/円相場の上値を押さえてきた朝鮮半島を巡る地政学リスクが低下しており、本日東京時間午前も 107.80 円台と高値圏で推移している。もちろん、「これから実験することを中止する」のであって、「既に保有している核兵器を廃棄する」ことまでは宣言されていない。そもそも昨年来報じられてきた事実は「北朝鮮の核開発は一定のレベルに到達しており、既に脅威」というものだったはずであり、「完成しているからもう実験は不要になった」だけかもしれない。足許の宥和ムードは相場の追い風に違いないが、こうした瀬戸際外交は北朝鮮の得意とするところであり、現に今までも何度も同じようなことがあったことは忘れてはならない。

～節目に差し掛かる投機ポジション～

相場見通しを策定する立場からすると、こうした地政学リスク低下とタイミングを重ねるように投機ポジションも節目に差し掛かっていることが気になる。過去 1 年間の投機ポジションの傾向はドル売り・ユーロ買いであり、昨秋頃以降はこれに円買いも加わった (図)。こうした動きの背景理由は様々だが、ECB の正常化着手をメインドライバーとして FRB の正常化

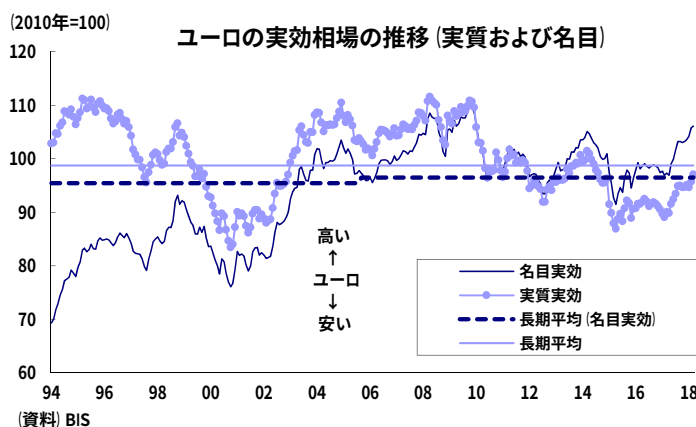


プロセスの収束が視野に入りつつあることが寄与していたと筆者は考えている。円買いの理由は判然としない面もあるが、少なくとも今年に入ってから円買いはトランプ政権の通貨・通商政策を受けて、これと整合的な円安・ドル高が進んだという解説が適切と思われる。もちろん、朝鮮半島情勢の緊迫化も根雪のような円買いポジションを構成する1つだったかもしれない。いずれにせよ、理由はどうあれ、過去1年間で投機ポジションがかなり一方向に傾斜したというのは間違いない。

具体的に見ていくと、前頁図に示されるように、IMM 通貨先物取引に現れる円ポジションは4月3日に2016年11月22日以来、約1年4か月ぶりにネットロングに転じており、最新となる4月17日時点でも状況は大きく変わっていない。かかる状況下、「円ショート」の巻き戻し」という目先の円高を支えてきた材料が使い果たされていると考えられる。必然的に短期筋を原動力とする円高相場は目先、難しいはずである。後述するようにFRBの正常化プロセスを巡って雲行きが怪しくなれば、ネットロングの拡大という本格的な円高地合いになろうが、今はまだその時ではない。

～ユーロは「買われ過ぎ」～

ちなみに投機筋のポジションが節目を迎えているのは円だけではない。円よりも大きな傾斜が見られているのがユーロであり、先週末発表された4月17日時点でも+234.22億ドルの買い持ちと史上最大を更新している。「買われ過ぎ」を理由として売られても不思議ではない状況と言えよう。また、実効為替相場に目をやれば、名目および実質、双方のベースで上昇が達成感を見ているのは間違



いない(図)。例えば、実質に関しては3月時点で長期平均対比▲1.7%まで割安感が修正されており(ちなみに昨年は▲10%弱まで広がっていた)、理論的には上昇余地はもう大きくない。なお、名目に関して言えば3月時点で長期平均対比+10%割高である。名目実効為替相場が長期平均に収斂する必然性はないが、やはり「買われ過ぎ」の雰囲気は漂う。

こうした現状に加え、ECB が依然として▲0.40%という先進国中で最も深いマイナス金利を採用している事実も合わせ見れば、ここからの上昇余地は大きくないというのが筆者の基本認識である。そもそもユーロ高に対する嫌悪感を隠そうとしない ECB の基本姿勢を見る限り、現在目の当たりにしている史上最大のユーロロングには強い不安を覚えるのが真っ当な感覚ではないか。

～見直し修正の必要性はなし～

かかる状況下、ドル全面安を主軸としてきた過去1年間の為替相場の雰囲気は目先、やや変わるだろう。前頁図に示した主要8通貨の合成ポジションで見ると、ドルは2011年8月以来、約6年8か月ぶりのドル売りに至っており、こちらは「売られ過ぎ」を理由に買われても不思議ではない。ラフに言えば、放って置いても「ユーロ売り・ドル買い」が出やすい地合いと思われる。こうした中で、既にネットロングに転じている円も売りが出やすい面があり、朝鮮半島情勢を巡る緊張ムードの後

退はこうした地合いを補強する材料と考えられる。

しかし、こうした短期筋の情勢変化を受けて円高予想を変える必要はない。そもそも、毎日執筆している本欄でも IMM ポジションを理由に円高予想を議論したことはなく、現状見られているポジション変化は筆者にとって本質的なものではない。本欄で最も重視している論点は FRB の正常化プロセスの持続性であり、この点は相変わらず疑わしさが払拭できていない。米 10 年金利が 3% を臨む展開は 2 月にも見られているが、その流れは株価急落と共に断ち切られた。VIX ショックほどの動きは一時的かもしれないが、当時から「米金利上昇→米経済減速→株売り」という、金融引き締めの結果としてはごく自然に想定されるロジックが取り沙汰されるようになった。筆者はこの点を重視している。中央銀行が政策金利を引き上げ続けているにもかかわらず、実体経済が全く動揺しないという想定は無理がある。また、量的緩和 (QE) に関しても、量を増やす時に緩和効果を喧伝したにもかかわらず、これを減らす時の副作用がないと言い切るのも納得が難しい。

筆者は日米金利差拡大とドル/円相場上昇の順相関を前提にする為替見通しには否定的だが、米金利が上昇を続けるにもかかわらずドル/円相場が無反応を貫くのも困難だろう。円金利の悲慘な近況を踏まえれば、どこかで順相関にはなる。問題はその「上がり続ける米金利」に米経済・金融情勢が耐えられるという前提がどうしても承服できないという点である。FRB の政策運営の現状と展望を踏まえれば、金利感応度の高い消費・投資が今後加速することは考えにくく、これを見越

各年末の政策金利見通し (予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Mar-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Jun-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%

(資料) FRB

した株価も軟化が予想される。また、実体経済の先行きを考慮しなくても、理論的には株価は将来利益の割引現在価値なのだから、金利上昇はやはり株価の押し下げに効く。株高を背景とする資産効果が旺盛な米個人消費を支えてきたことを思えば、このチャネルは全く軽視できない。実体経済に影響が及び始めた時、FRB の挙動にも変化が出るであろうし、それは当然ドル相場にも反映される。その際に起きるドル全面安を受けて、円もユーロも堅調さを取り戻すと筆者は考えている。

当面、為替市場では投機ポジションの揺り戻しを受けてドル相場が息を吹き返したように見えるかもしれない。足許見られている朝鮮半島情勢の緊張緩和は余計にその確信を強めるだろう。しかし、だからと言って実体経済の現状や展望から目を逸らしてはならない。真の論点は「米経済が引き締めに耐えられるか」というマクロ的なものであり、その点に照らせばやはりドル相場の上値余地は大きくないというのが筆者の基本認識である。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場との関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り