

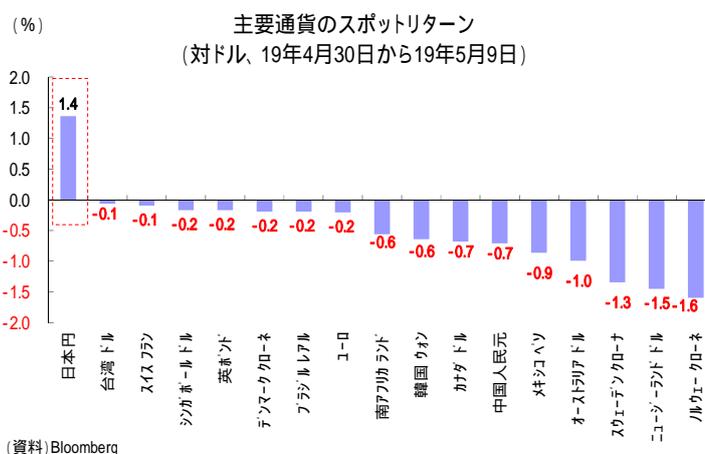
みずほマーケット・トピック(2019年5月9日)

「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか

5月入り後の主要通貨の変動(9日時点)をみると、対ドルで上昇したのは円(+1.24%)だけ。為替相場に目をやれば、ドル相場が上昇基調に転じるのは難しい環境が醸成されている。例えばIMM通貨先物取引で確認できる投機筋のポジションはかなりドル買いに傾斜しており、現在は13年5月のバーナンキショックや15年12月の利上げ着手の時と同水準にある。そのようなタイミングでは米金利も上昇しており、ドル買いに対し、それ相応の理由があった。だが、現状はそうではない。投機のドル買いが反対売買されるトリガーが米中協議なのか、FRBのハト派傾斜なのか、北朝鮮のミサイル実験なのかといった状況だが、依然として米金利の絶対金利水準が他通貨に比べて高いことが現状の安定に寄与しているというのが筆者の基本認識。とすれば、やはりトリガーになるのはFRBの一段のハト派傾斜(具体的には利下げ観測の強まり)であり、それをトランプ大統領が強く望んでいることは周知の通り。

～楽観選好も完全なる手打ちはない～

米中貿易摩擦への懸念を背景に昨日のドル/円相場は一時109.85円と3月26日以来の安値をつけている。5月入り後の主要通貨の変動(9日時点)をみると、対ドルで上昇したのは円(+1.24%)だけである。10連休以前から円高に備えていた市場参加者は多いと思われ、相場観通りに動いているこの機を捉え、再びドルの安値を拾う動きが進むのか注目したい。本日から明日にかけて開催される米

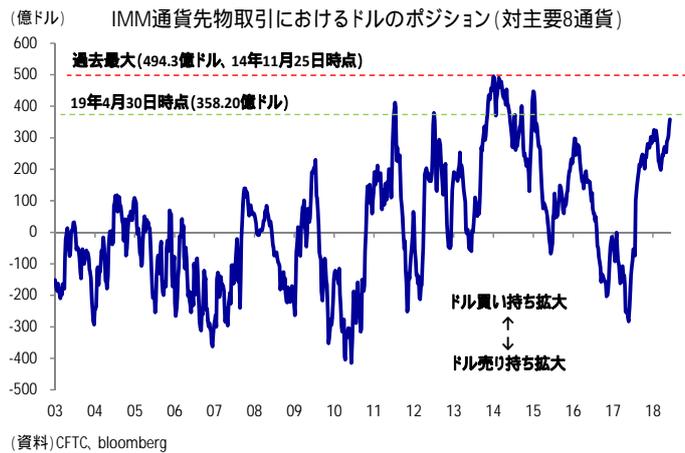


中閣僚級協議に対し期待感が先行する中、株価も下げ止まりが見られており、ドル/円相場も上値を窺う雰囲気を感じる。しかし、本欄では再三強調しているが、2020年秋の中間選挙まで時間がある以上、「完全なる手打ち」に至る可能性も高くない。再選を果たす1つの仕掛けとして「中国の不公平に立ち向かう大統領」という構図は欠かせまい。現在は非課税となっている「3250億ドル」について25%ではなく10%にとどめ、その後の25%への引き上げを交渉カードにするなど、米国の輸入額が遥かに多い分、やり方は無数に残されている。いずれにせよ「どうなるか分からない」という状況が当面続きそうである中、实体经济への影響はマイナスでしかない。

～「相応の理由」なき投機のドル買い～

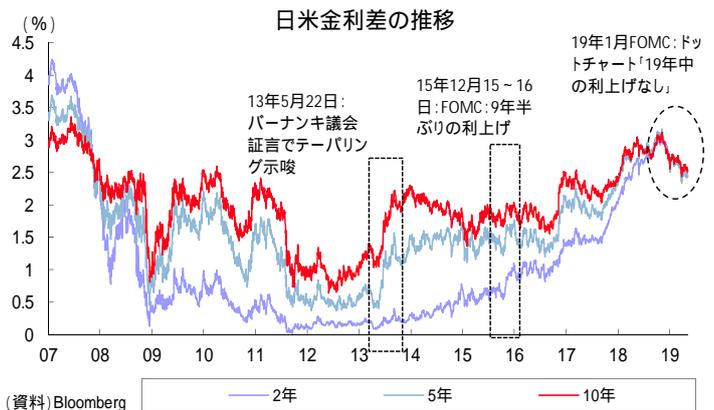
なお、為替相場に目をやれば、ドル相場が上昇基調に転じるのは難しい環境と見受けられる。

過去の本欄でも議論したように、IMM 通貨先物取引で確認できる投機筋のポジションはかなりドル買いに傾斜している。現在入手できる最新(4月30日時点)の投機筋のドルポジション(対主要8通貨)は358.2億ドルと2015年12月以来の水準まで積み上がっていた(図)。過去最大は494.3億ドルであり、これは2014年11月25日週に記録したものである。当時を振り返るとFRBが同年1月から量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を開始し、10月をもって終了させ



たという象徴的なタイミングでもあった(その後、ドル相場は上昇を続けたので、この際の投機のドル買いは奏功したものと思われる)。また、現在と同水準のドル買いという意味では過去5年に限って言えば、2013年5月や2015年12月の水準に近いものだ。前者はバーナンキ元FRB議長がテーパリングの意思表示を議会証言において行った時(いわゆるバーナンキショックの原因)、後者はFRBが9年半ぶりの利上げに踏み切った時である。このように見てみると、最近5年で現状程度のドル買いが盛り上がったタイミングについては、それ相応の理由があったように思える。

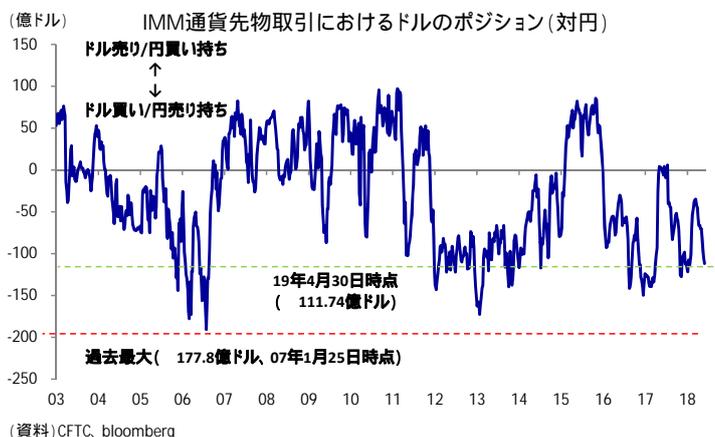
そのようなタイミングは米金利が上昇していたし、例えば対円金利で見れば、やはり拡大方向にあった(図中の点線四角部分)。片や、現状では年初来から米金利の低下傾向が鮮明(図中点線丸部分)であるにもかかわらず、投機のドル買いが盛り上がる構図になっている。米中貿易協議の混迷は、金利面から見たドル相場の然るべき調整を促す契機となり得るものだろう。少なくとも、その調整が対円でどの程度



になるかはさておき、目下、「ドル買いを膨らませにくい」地合いであることは間違い無さそうである。

～ドル買いには相当の勇気～

なお、こうした投機のドル買いに関し、対円だけに着目してみると、現状(4月30日時点)は過去10年間で見ても高水準にある(図)。投機である以上、反対売買は必至であることから円高に振れる燃料は充填されているような状況と見るべきだろう。これが解放されるトリガーが米中協議なのか、FRBのハト派傾斜なのか、北朝鮮のミ



サイル実験なのかといった状況と思われるが、依然として米金利の絶対金利水準が他通貨に比べて高いことが現状の安定に寄与しているというのが筆者の基本認識である。とすれば、やはりトリガーになるのはFRBの一段のハト派傾斜(具体的には利下げ観測の強まり)であり、それをトランプ大統領が強く望んでいることは周知の通りである。こうした現状理解を元にすれば、動かない相場が常態化しているとはいえ、ここからドル高に賭けるには相当勇気が要ると考えたい。

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
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望