

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 24 日)

「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方

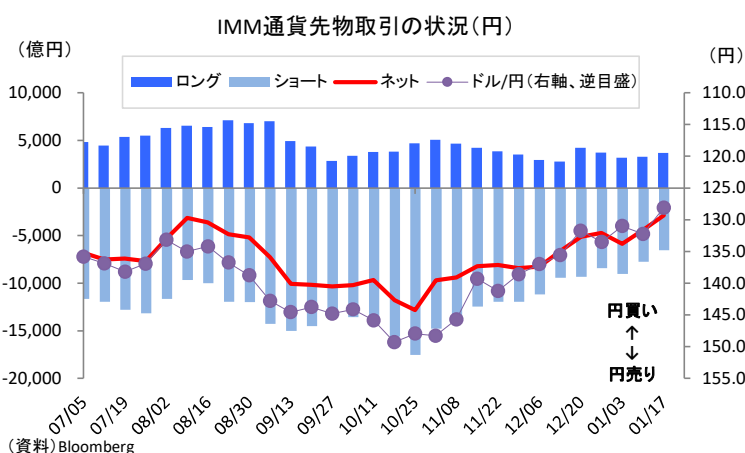
IMM 通貨先物取引における円ポジションはネットショートポジションの縮小が続いている。しかし、円のネットショートポジションが縮小していると言っても、グロスポジションで見ると円ロングが増えているわけではない。円ロングポジションだけを見ると、円安が顕著に進んだ 2022 年 3 月～10 月平均と円高が顕著に進んだ同 11 月～2023 年 1 月平均を比較すると、むしろ円ロングは微減である。投機筋においては円買い意欲が強まっているというより、円売り意欲が著しく弱まっており、結果としてネットショートポジションが小さくなっているのが実情。実際、円を積極的に買う材料は多くない。投機の円売り意欲が弱まったところで、実需である貿易収支が圧倒的に円売り超過である以上、ドル/円相場が下落するにも「岩盤」はあるだろう。現状は「投機の円買い」と「実需の円売り」が綱引きをしているような状況ではないか。むしろ、円ショートが解消に向かいポジションが軽くなった(再び円ショートを増やしやすくなった)ことの影響を重く見たい。

～「投機の円買い」vs.「実需の円売り」～

昨日弊行より公表した『IMM 通貨先物のポジション動向(2023 年 1 月 17 日時点)』でも示したように、IMM 通貨先物取引における円ポジションは 2021 年 3 月 9 日週に売り越し(以下ネットショート、▲45.1 億ドル)に転じて以降では最小の売り越し幅となる▲22.4 億ドルを記録している。プラザ合意以降で「史上最大の円安」となるドル/円相場の急騰が始まったのが 2022 年 3 月で同月の平均が▲77.2 億ドルだった。

ネットショートの金額だけで言えば、2022 年 3 月対比で 3 分の 1 程度に縮小しており、投機筋の円売り意欲は相応に後退していると言えるだろう。しかし、そこまで円売り意欲が弱くなってもドル/円相場は依然 125～130 円で推移している。昨年の今頃は 110 円強だったのだから、投機筋の円売りが後退しても名目レートの水準がまだ 20 円程度円安に振れたままという見方もできる。

昨年の本欄では繰り返し強調した論点だが、投機の円売り意欲が弱まったところで、実需である貿易収支が圧倒的に円売り超過である以上、ドル/円相場が下落するにも「岩盤」はあるのではないか。IMM 通貨先物取引に現れるような足の速いポジションは FRB の金融政策動向を筆頭にやはり金利情勢に大きく左右されそうであり、それ自体も極めて重要な話ではある。しかし、だからと言って貿易赤字の影響を無きものとするわけにもいくまい。現状では「投機の円買い」と「実需の円売



り」が綱引きをしているような状況ではないか。

～実需の円売りは相応に残る～

しかし、上でも言及したように、円のネットショートポジションが縮小していると言っても、ネットアウトする前のグロスポジションで見た場合、円ロングが顕著に増えているわけではない。数字を見れば分かる。例えば、円ロングだけに着目すると、円安・ドル高が顕著に進んだ 2022 年 3～10 月平均で 28.3 億ドルあったのに対し、円高・ドル安が顕著に進んだ同 11 月～2023 年 1 月 (17 日まで) 平均では 27.4 億ドルと殆ど変わっていない(というか減っている)。2022 年 3 月以降は内外金利差と貿易赤字の急拡大という「2 つの急拡大」が重なり、投機的な円売りが仕掛けやすい環境にあり、実際にそれは相当な収益機会を生んだ。黒田日銀総裁が事あるごとに円安相場を後押しするような情報発信をしてくれたことも追い風となった。この点、足許では FRB に対する思惑から内外金利差の縮小が進んでおり、それが投機筋における円ショート of 巻き戻しに寄与している状況にある。

だが、FRB の政策運営と貿易赤字の解消は何の関係もない。日本の輸入の 25% は鉱物性燃料で決まる。例えば鉱物性燃料の代表格である原油の価格は 2022 年半ばにピークアウトしたものの、1 バレル 60 ドル近辺にあった 2019 年と比較すればまだ 3 割ほど高い水準 (80 ドル近辺) にある。その上で各国・地域向けの輸出は明確に失速しており、中国向けにいたっては前年比減少に転じている。2022 年と比較すれば輸入金額の減少は予見されるものの、今度は輸出金額が伸び悩むという状況が想定される。結果、貿易赤字は相応に残り、実需の円売りも相応に残ることになる。

～円ロング積み上げには日銀 Pivot が必要～

こうした状況にもかかわらず投機筋が積極的に円ロングを積み上げるような展開があるとすれば、4 月以降の日銀新体制で積極的な引き締め路線が取られるケースくらいだが、それはリスクシナリオなのだろう。昨日の本欄でも議論したように、そもそも「年後半に米国の利下げが強く期待されている環境で日銀が正常化を進める」という日銀のタカ派姿勢と FRB のハト派姿勢の併存は難しい。

ラフなイメージを描いてみる。FRB の利上げ停止と米国の景気失速は 5 月以降に話題になりやすいだろう。一方、日銀政策決定会合は 4 月・6 月・7 月に予定されている。年後半に FRB の利下げ期待が膨らみやすいとすれば、日銀が正常化を進めるためにはそのタイミング (4 月・6 月・7 月) を突くしかないのではないかと。しかし、4 月の発足当初にタカ派姿勢を露わにするリスクは大きい。新体制下での初会合 (4 月 27～28 日) は市場だけではなく世間からも相当大的な注目を浴びるため、そこでのイメージが 5 年間付いて回る可能性すらある (黒田体制がそうだったように)。今年は欧米を中心に世界経済の失速が見えている中、日本のパフォーマンスも徐々に低調なものになっていく公算がある。それは日銀の金融政策に帰責するものではないはずだが、初会合の挙動次第では「景気低迷の戦犯」と指差されやすくなる恐れはある。無暗にタカ派的な姿勢を振りまくことは避けたいというのが日銀の胸中ではないか。政府・日銀の共同声明における物価目標をより抽象的なものに修正する程度のことはあっても、初回会合からイールドカーブコントロール (YCC) の廃棄やマイナス金利解除を示唆するようなことは無いと予想する。もちろん、新総裁次第で状況は一変するが、投機筋の円ロング積み上げに必要な日銀 Pivot とも言える動きを前提に、円高予想をするのはややハードルが高いように感じる。

～軽くなった円ショートは円安の布石に～

筆者はむしろ、円ショートが解消に向かいポジションが軽くなった(再び円ショートを増やしやすくなった)ことの影響を重く見たい。かねて論じているように、利上げ停止後のFRBは当面、「風」の姿勢を貫くだろう。それは金融市場に株高とボラティリティ低下をもたらす可能性がある。FF金利は高止まりするので政策金利の格差は残り、ボラティリティも下がるならば、「低い金利の通貨を売って高い金利の通貨を持つ」という金利差を狙う取引(≒キャリー取引)が報われやすくなる。2006～07年、円安バブルと言われた時代が似た環境だった。当時を振り返ると日本は巨大な貿易黒字も抱えていたため、「いずれ実需で円高に引き戻される」という懸念も伴いながら円安が進んでいた(実際 2007 年以降、強烈な円高が到来した)。片や、今の日本は巨大な貿易赤字を抱えている。このまま投機筋のポジションに関して円ショートが解消され、ネットでロングに転じるよりも再びショートが拡大していく展開の方が想像しやすくないだろうか。

もちろん、こうした想定はFRBが早期利下げに踏み切れば覆ってしまうのだが、その可能性はやはり低いように筆者は思っている。この点は別の機会に論じたいと思う。

市場営業部
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
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて