

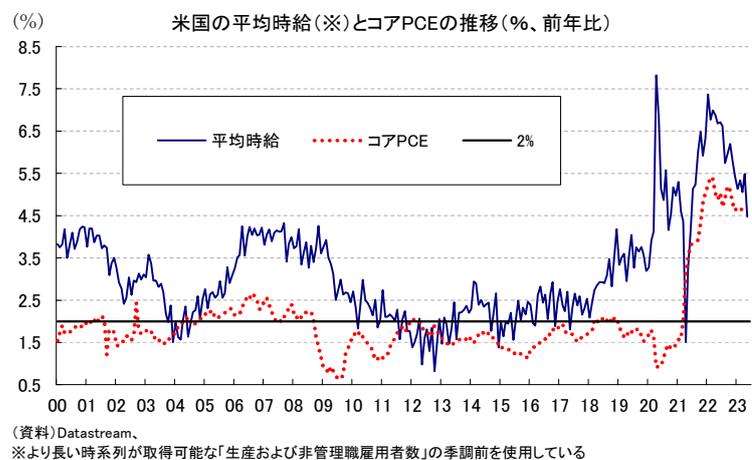
みずほマーケット・トピック(2023年7月6日)

「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～

昨日公表された FOMC 議事要旨は 7 月以降の利上げ継続を約束するような内容。一部メンバーの反対意見もあったようだが「6 月は現状維持でも 7 月以降はそうではない」という意見集約が図られたことで全会一致に持ち込めた様子。今後の利上げは単月の経済指標をチェックしながらストップ&ゴーをかけていくというのが FRB の胸中か。筆者が 23 年の円相場について考えていたポイントは「実需は円売りだが、投機は円買い」というものだが、現状は「実需は円売りだが、投機も円売り」という状況。IMM ポジションに目をやれば、FRB が +75bp の利上げを重ね、ドル/円相場が 152 円付近まで上昇していた昨年 10 月よりも現在の方が投機筋の円売りが大きい。「果てしない利上げ」を巡る不透明感から世界的にドル全面高が始まったのが 22 年 5 月以降だったが、同じような金利・為替観が現状の為替市場でも支配的になりつつあるか。今後予想される「夏枯れ相場」はボラ低下を通じて円キャリー取引の追い風になる可能性も。

～FRB、今後の戦略は「ストップ&ゴー」か～

昨日公表された FOMC 議事要旨(6 月 13～14 日開催分)は殆ど全て(almost all)のメンバーが政策金利の現状維持を支持したことが確認されたものの、数名(some)のメンバーが +25bp の利上げが適当と考えており、仮にそのような提案があった場合は同意した可能性があることを示唆したことも明らかになっている。利上げを支持したメンバーは雇用・賃金市場の逼迫などを理由として「+2% に収斂する兆候が殆ど見られない」との考えを示した模様である。事実として平均時給はピークアウトしているとはいえ、依然として前年比で +4% 以上の伸びを保っており、これに応じて物価基調も高止まりしている印象は拭えない(図)。



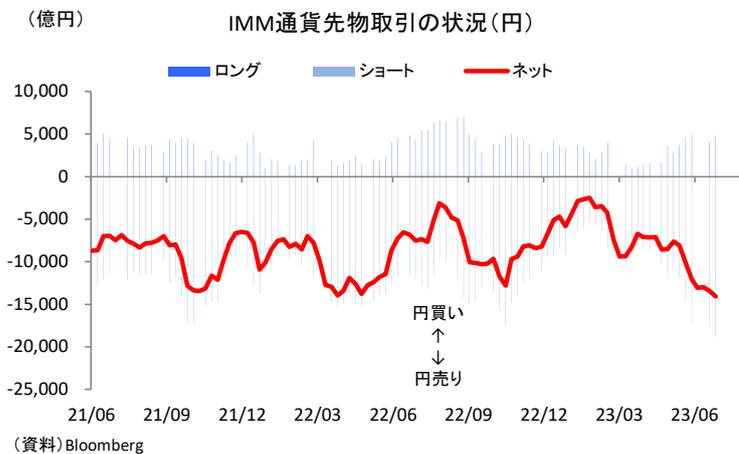
このように FOMC メンバー間で意見が割れている状況は 6 月現状維持が全会一致であったことと矛盾を感じるが、全て(all)のメンバーが金融引締め姿勢を維持すべきとの考えで一致したこと、2023 年中の追加利上げも殆ど全て(almost all)のメンバーが支持していることが明らかにされている。「6 月は現状維持でも 7 月以降はそうではない」という意見集約が図られたことで全会一致に持ち込めたのだろうか。また、投票権を持たないメンバーにタカ派色が偏っているという状況も推測される。いずれにせよ利上げに関しては単月の経済指標をチェックしながらストップ&ゴーをかけて

いくというのが FRB の胸中と推測する。

～「投機の円売り」は 2022 年 5 月以来の水準～

こうした FRB の政策姿勢は為替市場、とりわけ円相場予想にどのような影響を持つか。かねて論じているように、筆者は今次円安局面に通底する事実として本邦サイドの需給環境変化に着目すべきと考える立場である。だが一方、米金利が円安を支持する時間が想定以上に長くなっていることも事実だ。それだけ金利差を意識した取引、言い換えれば円キャリー取引に適した環境が整いつつあるとも考えられる。当初、筆者が 2023 年の円相場について考えていたポイントは「実需は円売りだが、投機は円買い」というものだったが、現状は「実需は円売りだが、投機も円売り」という状況にある。円安シナリオ自体、ほぼ想定通りと言えるものの、この時期に差し掛かっても 145 円付近にあるというのは筆者の基本シナリオに照らしても想定外の上振れである。その要因が「思ったほど減速しない雇用・賃金環境」とすれば、足許の円安相場は根拠が無いものとは言えない。

キャリー取引を捕捉するにあたって適切な計数は 1 つではないものの、象徴的には IMM 通貨先物取引の状況は金利差を意識した投機筋のポジション動向を反映しやすいと考えられる。この点、6 月 27 日時点の円の対ドル売り持ち高は▲97.9 億ドルと 2022 年 5 月以来の大きなものになっている。言い換えれば、FRB が +75bp の利上げを重ね、ドル/円相場が 152 円付近まで上昇していた昨年

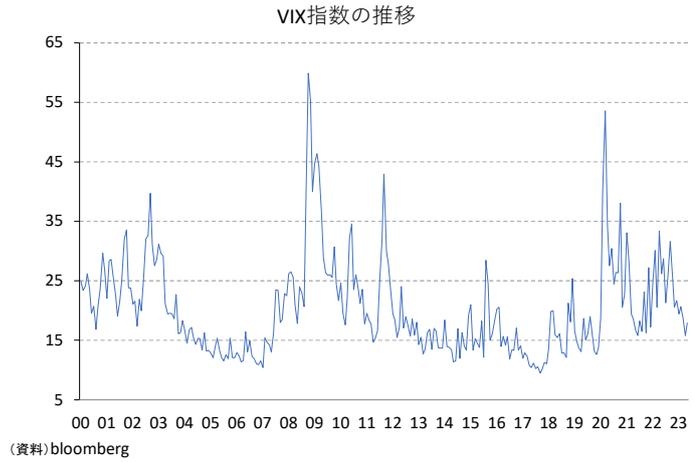


年 10 月よりも現在の方が投機筋の円売りが大きい状況にある。この事実から何を讀むかは難しいが、FRB の利上げ収束が全く見えていなかった当時と同じボリュームのポジションが抱えられている以上、「年内利下げ転換」を前提にした円高予想（やこれに付随するポジション）がほぼ殲滅された状況と言える。ちなみに▲97.9 億ドルより大きな円売りは昨年 3～5 月にかけて見られており、▲100～▲110 億ドルにのぼっていた。当時は 3 月が +25bp、5 月が +50bp と利上げ幅拡大が続き、それでは不十分と考えられるために 6 月以降は +75bp が必要といった具合にタカ派観測が日々強まるような状況にあった。「果てしない利上げ」を巡る不透明感から世界的にドル全面高が始まったのが 2022 年 5 月以降と言える。同じような金利・為替観が現状の為替市場でも支配的になりつつあるということか。だとしたら「ドル高の裏返し」として円売りが進む経路にも再び警戒が必要になる。

～「夏枯れ相場」は円安の追い風に～

なお、これから 1～2 か月間の金融市場では夏季休暇を意識した「夏枯れ相場」というフレーズが取りざたされやすくなる。ボラティリティ低下は円キャリー取引の追い風であるため、これも円安材料として注目することになる。例えば 2000 年以降の VIX 指数を見た場合（次頁図）、当該年の 12 か月平均と 7 月で比較した場合、7 月の方が低かったケースは 23 年間で 15 年あった。こうした見方

はあくまで参考だが、地政学リスクや金融不安でもない限り、7～8月の金融市場が材料不足に直面しやすいのは事実である。本稿執筆時点では6月分の雇用統計や小売売上高など重要な基礎的指標が出揃っておらず、それゆえに7月FOMCの情報発信も読みづらいが、現時点では「ドル高の夏」が到来しそうな雰囲気は感じられる。元より需給が崩れている円相場にとって、流動性が薄くなる中で想定外に値が飛んで円安が進む可能性は警戒したいところである。



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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005-07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をすつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～イベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～ 週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフター-SVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～