

みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 29 日)

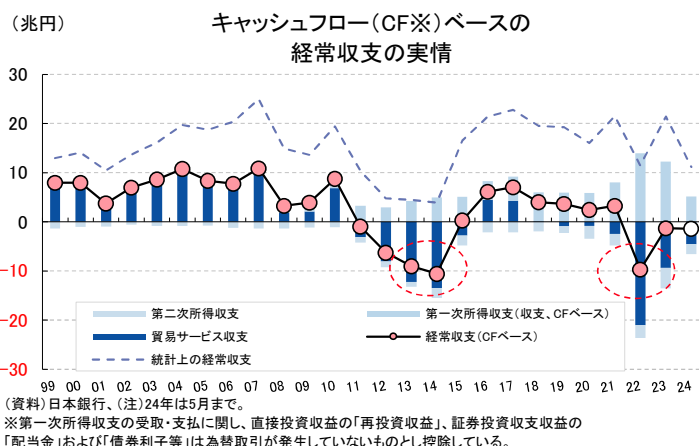
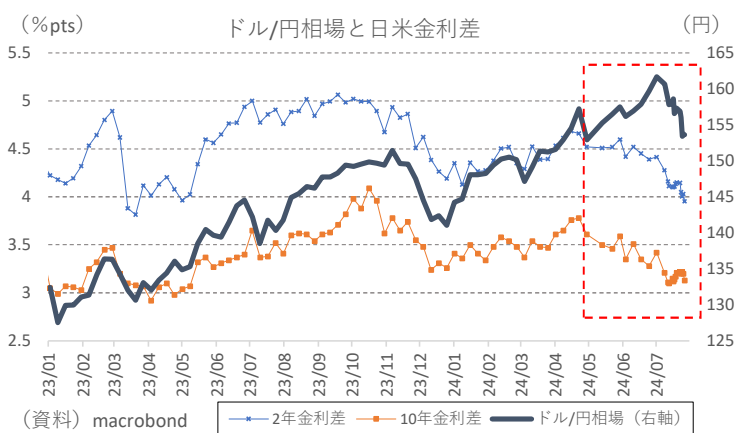
円高相場、最悪の場合どこまで進みそうか

ドル/円相場の乱高下が続いている。今次円安局面で最大規模まで膨れ上がったショートポジション、実勢相場と日米金利差の乖離、そしてキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の顕著な改善が揃っていた年初来の円相場の状況を踏まえれば、投機的な持ち高調整の動きは想定された話であり、値幅はともかく、円高が起きることは全く想定外ではない。7 月 23 日時点の IMM 通貨先物取引における円のネット・ショートポジションは▲86 億ドルであり、前週比で+33.2 億ドルの円買戻しであった。これは過去 2 年間にわたる 1 週間での円買戻し規模としては最大。3 週間で 6 割程度までショートポジションが圧縮された。裏を返せば、投機的な持ち高調整の余地という意味ではあと 6 割残っているという考え方も可能。過去 1 か月で直面したような円高・ドル安方向への大幅調整は今後何度もあるわけではないが、そうなるだけの「燃料」はまだ残されている。参考までに過去 2 年間で最も小さかった円ショートポジションは 2023 年 1 月 31 日時点の▲19.3 億ドル。この時は 130 円付近だった。今後も乱高下は不可避だが、これから訪れる円高局面はあくまで今後長きにわたって続く「円安時代における円高局面」という大局観が必要。

～想定された円高～

ドル/円相場の乱高下が続いている。1 週間で 162 円付近から 152 円割れまで、約 10 円も急騰した円相場だが、25 日に発表された米 4～6 月期 GDP(速報)が予想比強い数字となったことを受けて一時 154.70 円台まで値を戻している。過去の本欄でも重ねて論じてきた点だが、今次円安局面で最大規模まで膨れ上がったショートポジション(ネット、以下同)、実勢相場と日米金利差の乖離、そしてキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の顕著な改善が揃っていた 2024 年初来の円相場の状況を踏まえれば、投機的な持ち高調整の動きは不可避であった。「中期為替相場見通し」で想定していた下値(156 円)は大きく下抜けたものの、円高相場自体は全く想定外ではない。

特に需給要因を重視する筆者の立場に照らせば、CF ベース経常収支が概ね

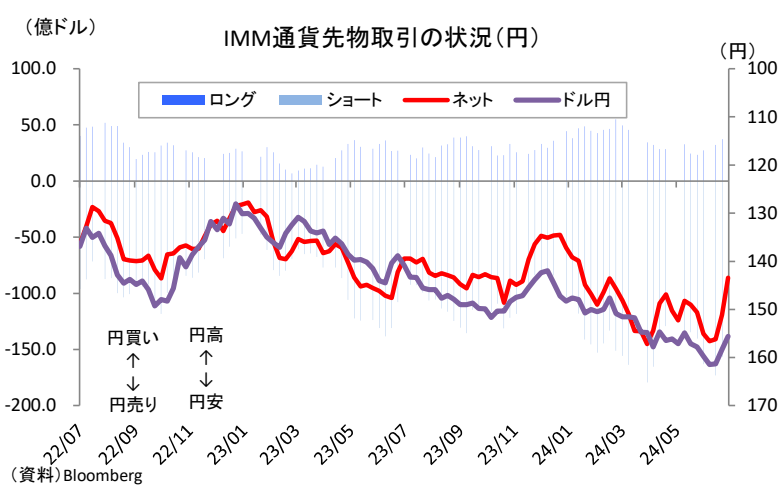


均衡にある事実を踏まえ、円安相場が一方的に続く難しさは感じていたところであった。ちなみに2024年1～5月合計で▲1.4兆円の赤字だが、2023年同期は▲4.5兆円、2022年同期は▲3.6兆円だった。赤字であることに変わりはないものの、需給環境が改善方向にあることは間違いなく、短期的な円安圧力の減退を認めても良い時間帯に入っているというのが筆者の基本認識である。

もちろん、それでも過去に比べればCFベース経常収支における黒字幅が切り下がっていることに疑いの余地は無く(前頁図)、110円付近まで戻るのも困難ではある。だが、後述するように、投機的な持ち高調整に従って130円台まで至る可能性は残されている。この辺りは日米金利差の限界的な縮小幅次第と言わざるを得ない。

～過去1年で最大の円買戻し～

とはいえ、足許における投機的な持ち高調整の動きはかなり急激であり、今後何度も起きるほどの震度とは言えない。7月23日時点のIMM通貨先物取引における円のショートポジションは▲86億ドルであった。これは前週(▲119.3億ドル)比で+33.2億ドルの円買戻しであり、過去2年間における1週間での円買戻し規模として最大だ。ちなみに円のショートポジションが今次局面で最大



になったのが7月2日時点(▲142.6億ドル)で、ここから比べると3週間で6割程度までポジションが圧縮されたことになる。裏を返せば、投機的な持ち高調整の余地という意味ではあと6割残っているという考え方も可能である。過去1か月で直面したような円高・ドル安方向への大幅調整は今後何度もあるわけではないが、そうなるだけの「燃料」はまだ一応残されていることも留意したい。

～最悪の場合、円高はどこまで～

目先における最大の関心事は、そうした投機的な持ち高調整を経てどこまで円高が進むのかという点だろう。正答を与えるのは難しいが、過去2年間において、最も小さかった円ショートポジションは2023年1月31日時点の▲19.3億ドルで、この時は130円付近だった。この時よりも需給環境は改善していることも踏まえれば、調整がここまで深くなっても不思議ではない。

ただ、事態はそれほど単純でもない。現状を客観的に評価すれば、2023年1月時点よりもFRBの利下げが確実に織り込まれ、日銀の利上げも相応に織り込まれている。それでもドル/円相場は150円台で定着してしまっているという見方もできる。もちろん、実際に日銀の利上げとFRBの利下げが着手されれば一気に円高・ドル安方向へ走り出す可能性がある。結局、「IMMのショートポジションが〇〇億ドルだがから△△円」という状況把握は分かりやすいものの、残念ながらかなりラフであり、見通し作成上は使いづらいと言わざるを得ない。約2年3か月間で110円付近から162円付近まで駆け上がったことを思えば135円付近までは半値戻しであり、さほどおかしい話とも言い

切れない。もともと、新大統領の下での経済政策が全く読めない中、本当に FRB が順当な利下げを重ねることができるのかもまた読みづらく、円ショートポジションが淡々と縮小するという想定が本当に正しいのかという疑義も残る(結局、筆者は縮小には限界があるように思っている)。

あくまで筆者が強調したいのは年初の本欄でも強調したように、これから訪れる円高局面はあくまで今後長きにわたって続く「円安時代における円高局面」という大局観だ。1973 年の変動為替相場制移行後、「円高時代における円安局面」は何度もあった。円が変動為替相場制で取引されている以上、局面としての円高・円安はいつでも何度でも繰り返される。しかし、時代として円高が円安に切り替わったという事実はそう簡単に覆されない。「時代」と「局面」という時間軸を分けて丁寧な議論を進めるべきであり、目先の値動きで構造的な議論が糊塗されるようなことは適切ではない。

金融市場部
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
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘」のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が「回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版