

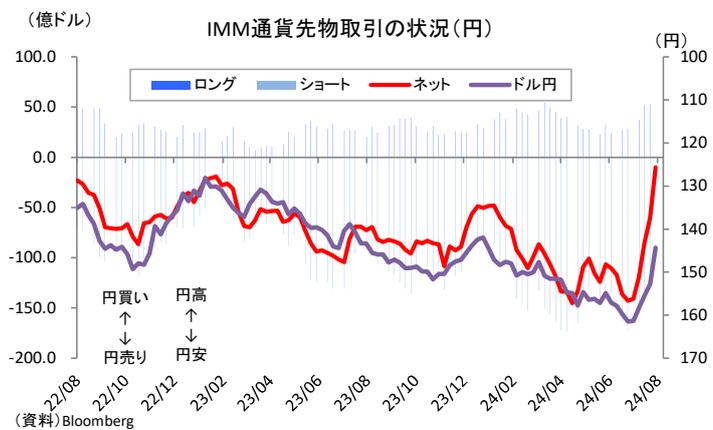
みずほマーケット・トピック(2024年8月13日)

## 投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～

先週の本欄でも論じたように、筆者は事が起きてから円キャリー取引の残高を争点として議論を展開し、それが円安の主因だったかのように語る風潮には賛同できない。しかし、「皆がそう思うことはそうなる」という市場の特性を尊重し、円キャリー取引が2022年3月以降の円安局面を主導してきたとしよう。この点、多くの市場参加者が円キャリー取引の代理変数として注目するIMM通貨先物取引は8月6日時点でほぼ巻き戻しが完了している。8月6日時点の円のネットポジションは▲9.8億ドルでこれは2021年3月9日週以来では最小。つまり、今次円安局面では最小ということになる。筆者は何度も「問題は投機ポジションが去った後の水準」だと述べてきた。本稿執筆時点で残ったドル/円相場は145～147円というレンジ取引。これが着地点と断言はできないものの、円ショートポジションが完全に解消された水準としてはやはり円安気味ではないか。今後の注目点は「家計の円売り」が8月以降も異次元の買い越しペースを維持できるかどうか。仮に失速するとすれば、円安要因が1つ剥落することになる。

## ～円ショートは巻き戻し完了～

先週の本欄でも論じたように、筆者は事が起きてから円キャリー取引の残高を争点として議論を展開し、それが円安の主因だったかのように語る風潮には賛同できない。半ば独り歩きしている「600兆円」という残高は過去2年半の円安局面において殆ど使われてこなかった数字であり、この巻き戻しでドル/円相場が元の水準(円安の起点は2022年3月の113円付近)に引き戻されるかのような議論は唐突感を覚える。しかし、「皆がそう思うことはそうなる」という市場の特性を尊重し、円キャリー取引が2022年3月以降の円安局面を主導してきたとしよう。この点、多くの市場参加者が円キャリー取引の代理変数として注目するIMM通貨先物取引は8月6日時点で既に巻き戻しが完了している(図)。8月6日時点の円のネットポジションは▲9.8億ドルでこれはネットポジションが円ロングになっていた2021年3月9日週以来で最小となる。つまり、今次円安局面では最小だ。



筆者は何度も「問題は投機ポジションが去った後の水準」だと述べてきた。投機的取引である以上、必ず反対売買される。本稿執筆時点で残ったドル/円相場は145～147円というレンジ取引である。これが着地点と断言はできないものの、円ショートポジションが完全に解消された水準としてはやはり円安気味ではないだろうか。もちろん、ここからネットポジションがロングに傾斜していく可能性もないわけではない。現に、グロスポジションで見た時にロングの残高は積み上がる傾向にあ

り、8月6日時点の57.30億ドルはやはり2021年3月9日週以来の高水準となる。しかし、これも「日銀の連続利上げが可能」という前提で積み上げられたものだろう。日銀の利上げなかりせば、円がネットロングに転じ、持続性を帯びるという展開は考えにくい。

### ～今後は「家計の円売り」に注目～

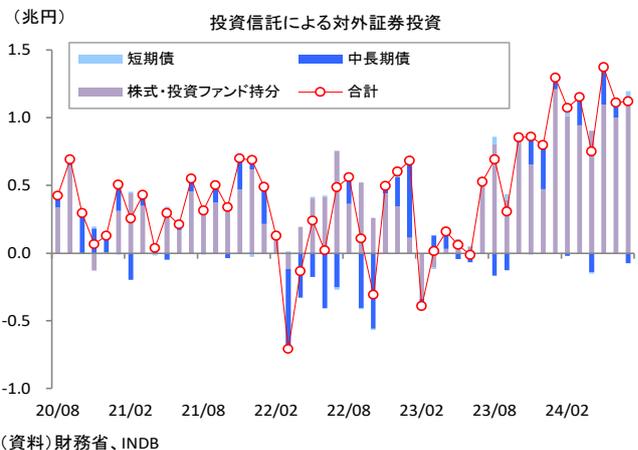
今後の注目点は「家計の円売り」の行方だ。財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」における投資家部門別の対外証券投資を見ると、投資信託委託会社経由の買い越しは1～7月合計で+7兆8695億円まで積み上がっている。このままいけば買い越し額は前年(約+4.5兆円)の約3倍にもなる。問題は日経平均株価が史上最大の暴落となり、ドル/円相場も急落した8月初頭のショックを経てもこうした異次元の買い越しペースが続くのかどうかだ。

QUICK 資産運用研究所が発表した推計によれば、8月7日に関し、設定額から解約額を差し引いた金額は1609億円の資金純流出だったことが分かっている。1000億円以上の資金流出は、新NISAが始まってから初めてであるという。同報道によれば、今年1月4日から8月7日までの資金動向を見た場合、資金が純流出になったのは今回を含めてわずか3回(4月5日、7月8日、8月7日)しかなく、今回(8月7日)の流出が最大だったとも指摘されている。個別ファンドの動向については本欄の関知するところではないが、「家計の円売り」の代名詞でもある「eMAXIS Slim」シリーズの「米国株式(S&P500)」や「全世界株式(オール・カントリー、通称:オルカン)からも純流出が見られており、オルカンに至っては史上初めて日次ベースで1億円以上の純流出になったともある。

こうした推計報道を確認するまでもなく、今回のショックは新NISA開始以降、成功体験しか知らなかった日本の個人投資家層に痛烈な一撃を見舞ったことは間違いない。この痛みを乗り越えてハイペースの「家計の円売り」が続くのか、それとも例年ペースに戻るのか、はたまた売り越しが続いてしまうのか。蓋を開けて見なければ分からないことではある。仮に9月に発表される8月の投信経由の対外証券投資が大幅な買い越し減少(もしくは売り越し)に転じ、それが9月以降も持続するとした場合、年初来の円安相場を支えてきた需給要因の1つが剥落することになる。同時にそれは年初から順当に進捗してきた資産運用立国の動きが躓くことも意味する。少なくとも「積み立て」で投資する以上、「下落で手放す」を繰り返せば収益が上がる理由はないが、この辺りが資産運用立国元年を迎えた日本国民にとってどう映っているのかは今後半年の関心事である。

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](mailto: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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
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年上半年を終えて～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赤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資金と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	「もしとら」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ベース経営収支～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～「異例の買上げムード」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～妥結資金は年内4%台か～