

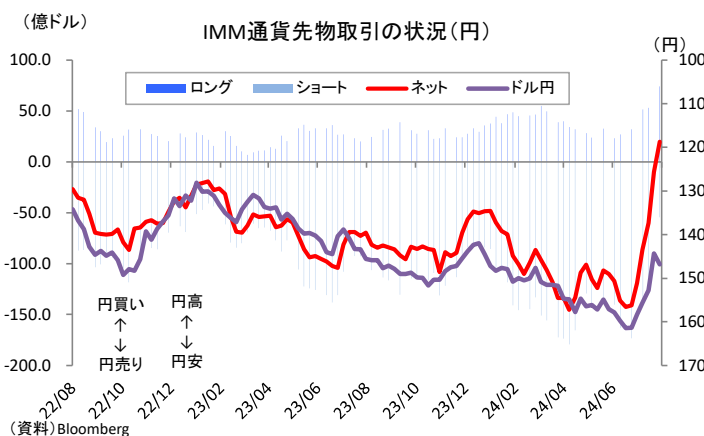
みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 21 日)

円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか

投機筋の動向を推し量る上で参考にされる IMM 通貨先物取引の状況に関し、円のネットポジションが 8 月 16 日時点で 3 年 5 か月ぶりにロングに転じている。また、グロスで見た場合の円ロングポジションは 74.15 億ドルと約 3 年半ぶりの規模に。円ロングというコストのかかるポジションが今後どこまで積み上げられ、維持可能なのか。その持続力は決して強くは無いように思える。「円ショートが巻き戻されること」と「円ロングが新たに構築されること」は根本的に同じではない。前者は敵失、端的には米金利低下によって促される部分が大いだが、後者は積極的な円買い材料が必要になる。では後者に至るリスクは今後あるのか。強いて言えば、①日銀の利上げ路線継続、②通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生、③貿易収支赤字の急縮小などが挙げられる。③は原油価格次第としても、現実的には①と②はセットで考慮すべきリスク。日本の経済・金融情勢を必ずしもよく分かっていない投機筋、とりわけ海外の市場参加者などにおいては、通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生というのは非常に使い勝手の良い材料。

～3 年 5 か月ぶりのネット円ロング～

既報の通りだが、投機筋の動向を推し量る上で参考にされる IMM 通貨先物取引の状況に関し、円のネットポジションが 8 月 16 日時点で 3 年 5 か月ぶりにロングに転じている。8 月初頭に 141 円台まで急落したドル/円相場はその後持ち直し、8 月 16 日前後は 147～149 円付近で推移していた。もちろん、IMM ポジションの動きは投機筋の動きを完全に捕捉するわけではないが、「投機的なポジションがネットロングに転じた割に円高は進んでいなかった」という印象は抱かれる(図)。



いずれにせよ、巻き戻しが始まってから降って湧いたように注目されるようになった円キャリー取引の残高は、幅を持って見る必要があるものの、一応の巻き戻しが完了したと考えられる。その上で現状はグロスで見た場合の円ロングポジションが 74.15 億ドルと約 3 年半ぶりの規模に積み上がっている。円ロング(・ドルショート)というコストのかかるポジションが今後どこまで積み上げられ、維持可能なのか。金利および需給のファンダメンタルズに照らせば、その持続力は決して強くは無いように思える。

～円ショート巻き戻し≠円ロング構築～

まず、金利に関して言えば、目下、米雇用統計の大幅下方修正が争点化されており、FOMC に関し、9 月の大幅利下げ並びに年内の利下げ織り込みが拡大し始めている。こうした中、日米金利

差縮小を当て込んで円ショートが巻き戻されること自体に違和感はない。しかし、「円ショートが巻き戻されること」と「円ロングが新たに構築されること」は根本的に同じではない。前者は敵失、端的には米金利低下によって促される部分が大いだが、後者は積極的な円買い材料が必要になる。この点、金利面に限って言えば、足許では日銀の追加利上げの可能性がほぼ断たれており、積極的な円買い材料があるとは言えない。また、需給面に照らせば、象徴的には貿易収支が年初 7 か月間で約▲3.9 兆円（通年ペースで▲7.8 兆円）という赤字状況にある。赤字額としては過去 5 位以内に入るほど大きなものである。「売られ過ぎ」という理由で円ショートが先行し円高が進むことは理解できても、新たに円ロング構築がトレンドになっていくには説得的な材料に欠ける。

～投機的な円ロングが積み上げられるリスクは～

こうした状況を覆し、投機的にも円ロングが積み上げられ続ける局面が到来するとしたらどのような展開が考えられるか。強いて言えば、①日銀の利上げ路線継続、②通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生、③貿易収支赤字の急縮小などが挙げられるだろうか。③は俄かに期待できるような話ではないが、今後、原油価格が大幅に切り下がるような展開になれば、そのストーリーが争点化し、需給面からの円買い戻しを誘う可能性はある。

現実的に警戒されるのはやはり①、そしてこれに付随する②の論点だろう。①に関して言えば、最新の公表文に従って政策運営を執行する場合、10 月時点で展望レポート通りの経済・金融情勢が実現していれば、追加利上げは想定するのが筋である。もちろん、内田副総裁が述べるように、金融市場が不安定化している時にはその限りではないが、裏を返せば、その時点で内外金融市場のボラティリティが抑制されていれば、利上げを止める理由は無い。これ自体は立派な円ロング構築の理由になり得る。しかし、そのような状況に至るためには②も同時に実現される必要があるだろう。日銀が利上げ路線に復帰するためには経済・金融情勢だけではなく、政治情勢も極めて決定的な要因になる。コンセンサスに反した 7 月会合の利上げが政治的催促に応じたものだという確証があるわけではない。しかし、会合直前に散見されていた政府・与党高官からの発言を踏まえる限り、その可能性は高いと推定せざるを得ない。

だとすれば、9 月 12 日に告示され同 27 日に投開票を迎える総裁選の行方が②はもちろん、①も左右することになる。日本の経済・金融情勢を必ずしもよく分かっていない投機筋、とりわけ海外の市場参加者などにおいては、通貨・金融政策にタカ派的な新政権の誕生というのは非常に使い勝手の良い材料になる。折りしも日銀の政策運営が政治的思惑に依存しやすいという雰囲気が醸成されている現状だけに、尚の事、今回の総裁選は円相場の波乱材料になりかねない。8 月初頭の市場混乱が記憶に新しい中、基本的に各総裁候補は「踏み込んだ言及を避ける」という安全第一の対応を心がけるだろうが、強いて円高リスクを考えるとすれば、考慮すべき論点である。

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

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8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
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～
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～「やっぱり変わっていなかった」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～「資金は必ず下がる」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」と円相場の予想バスのについて
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	過去最高ペースだった「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～)