

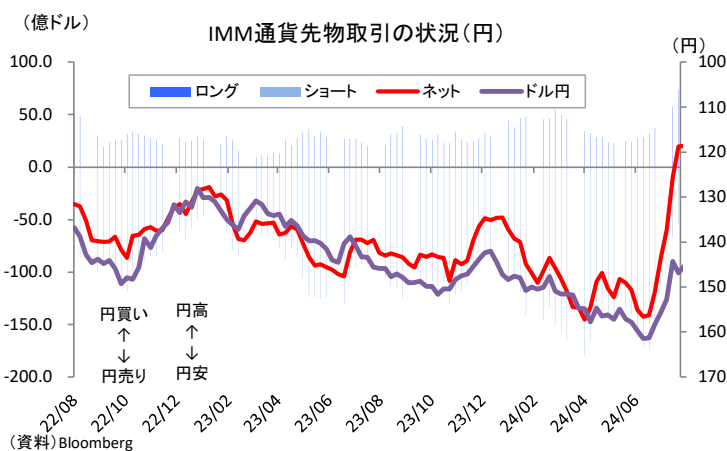
みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 27 日)

ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～

8 月 20 日時点で円のネットポジションは+20.3 億ドルのロング。2 週連続でのネットロングは約 3 年 5 か月ぶりの動きで潮流の変化を感じさせるものではある。とはいえ、低金利通貨である円についてネットロングを維持するにはコストがかかるため、必然的に短期決戦が要求される戦略となる。また、主要 8 通貨を合成した IMM ポジション全体で見ると、8 月 20 日時点でドルが +28.8 億ドルのネットロング。これはドルのネットロングとしては約 5 か月ぶりの小さい水準となる。これが早晩、ネットショートに転じ名実ともにドル安局面が到来するのかが当面の焦点。現在、対ドルで買われている通貨を大きい順に挙げるとユーロ、英ポンド、円の順。金利・需給両面に照らしてユーロや英ポンドが買われるのは理解できるとして、やはり円については疑義が残る。日銀の政策変更(利上げ)に合わせ円買い・ドル売りで短期決戦を仕掛けようという思惑は 10～12 月期にワークするとしても、年明け以降も有効な戦略となっていくのかは疑問。

～円ロングの脆弱性～

8 月初頭の混乱以降、IMM 通貨先物取引における円のネットポジションに注目が集まっている。現在明らかになっている 8 月 20 日時点では、円のネットポジションは+20.3 億ドルのロングである。2 週連続でのネットロングは 2021 年 3 月 2 日週から同年 3 月 9 日週にかけて以来、約 3 年 5 か月ぶりの動きであり、潮流の変化を感じさせるものではある。とはいえ、日米金融政策格差を当て込んだ投機的な思惑に突き動かされ



ているのは明らかであり、その持続性には疑義も残る。巷説で指摘される通り、低金利通貨である円についてネットロングを維持するにはコストがかかるため、必然的に短期決戦が要求される戦略となる。8月に確認された日米両中銀の情報発信を踏まえれば、9月から年末にかけては日米金融政策格差の縮小に賭けた円買い・ドル売りが相応に報われそうな雰囲気はある。「中期為替相場見通し」において筆者は 7～9 月期がドル/円相場の「底」(押し目買いの好機)になると読んできたが、国会閉会中審査における植田総裁の弁を踏まえる限り、日銀の 10 月利上げが完全になくなったとも言えない。また、過去の本欄でも論じたように、本邦需給環境の改善傾向も鮮明であることから、FRBの利下げ局面開始に合わせて円高が相応に持続性を持つことに違和感は小さい。

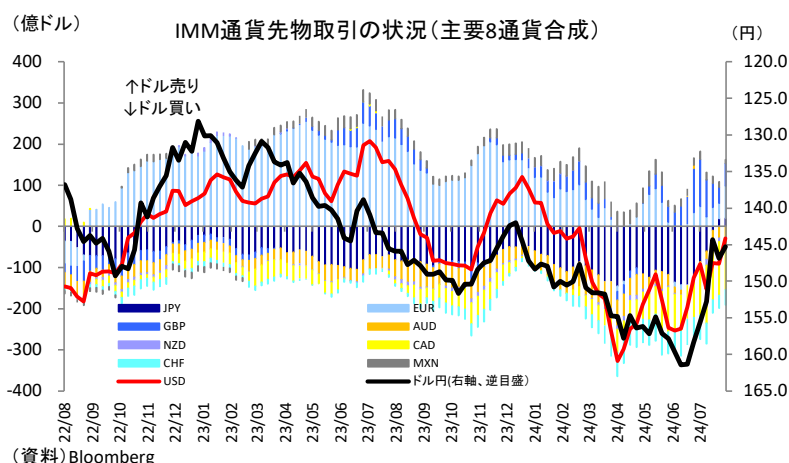
さらに言えば、従前シナリオにおいて前提としてきたトランプ氏の再選についても不透明感が強まっており、リフレトレードを前提とした円安再起動も封印される可能性も浮上している。円高・ドル

安という方向感には 10～12 月期にもずれ込む可能性が高まっていると言わざるを得ない。

もともと、常々論じているように、日本経済や円は根本的に買い材料に乏しい。円ロングが蓄積するほど、その巻き戻しによってボラティリティを伴う円安相場も想定することになる。例えば 2025 年以降、果たして FRB は利下げを続けられるのか。また、やはりトランプ氏が再選するということはないのか。日銀の追加利上げは本当にできるのか。円ロングが続いていくためには、これらの論点が全てクリアになる必要がある。率直に言って、円ロングには脆弱性があると考えるべきだろう。

～対ドルでのロングはユーロ、英ポンド、円の順～

また、円を中心とする投機筋の動向ばかりに焦点が当たるものの、主要 8 通貨を合成した IMM ポジション全体で見ると、8 月 20 日時点でドルが +28.8 億ドルのネットロングだ。これはドルのネットロングとしては 2024 年 3 月 12 日週以来、約 5 か月ぶりの小さい水準となる。これが早晩、ネットショートに転じて名実ともにドル安局面が到来するのかが当面の焦点となる。IMM ポジションにおいて対



ドルで買われている通貨を大きい順に挙げるとユーロ(77.9 億ドル)、英ポンド(55.0 億ドル)、円(20.3 億ドル)、メキシコペソ(9 億ドル)の順になる。最も買われている通貨であるユーロはドルよりもやや政策金利が劣後するものの「世界最大の貿易黒字圏」という鉄壁の需給があり、英ポンドはドルと伍する政策金利を持ちながらイングランド銀行(BOE)は FRB よりも緩和が遅延するとの見方が先行しており、金利先高観がある。その意味でこの 2 通貨は対ドルで買われる理由がある。

これに対し、円は金利・需給両面に照らしてそれほど大きな理由があるとは言えない。強いて言えば、日銀の政策変更(利上げ)に合わせ円買い・ドル売りで短期決戦を仕掛けようという思惑が強いのだろう。こうした、ごく短期的なモメンタムフォロワーのインセンティブを除けば、対ドルでの円ロングが持続する可能性はやはり思い当たる節があまりない。現状の勢いが続けば、ユーロ・英ポンド・円の 3 通貨が買われる中、ドル全面安が到来することになるが、そこまで米国経済が他国・地域対比で弱いのかという問題意識は常に持つ必要がある。特に対日本経済、対円で見た時の米国経済が劣後するポイントが見出しづらいだけに、当面予想される円高地合いを前に、その永続性を盲目的に語るような分析は避けたいところである。

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26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
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
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、現時点の懸念～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賛金と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	「もしトウ」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」)