

みずほマーケット・トピック(2024 年 10 月 22 日)

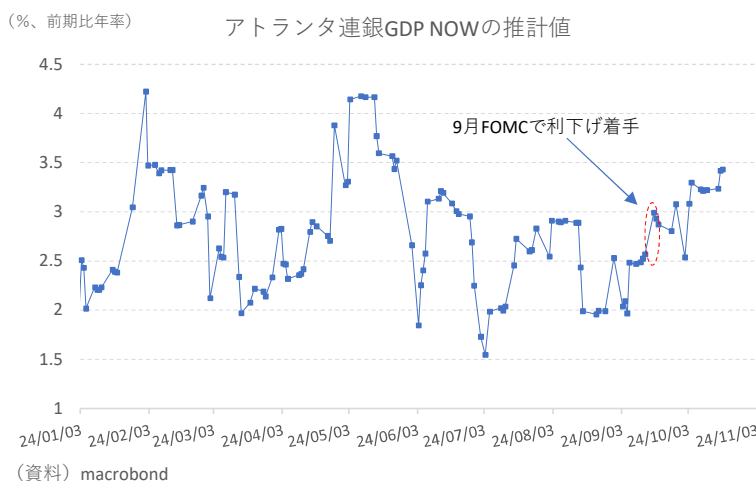
投機の円ロングはあと半分～問題はその後～

昨日のドル/円相場は一時 150.88 円と約 2 か月半ぶりの高値を付けた。先週 18 日に公表されたアトランタ連銀の GDPNow によれば、7～9 月期の実質 GDP 成長率(前期比年率、以下単に成長率)は+3.4%を記録している。約 2 か月前となる 8 月中旬の成長率は+2%を切っていた。+3.4%は 5 月下旬から 6 月上旬に付けていた水準に近いが、この時、FOMC の 9 月利下げは▲25bp が辛うじて 1 回織り込まれる程度で、11 月の追加利下げ(▲25bp)は全くメインシナリオではなかった。しかし、現実には 7 月雇用統計を受けて 9 月に▲50bp の大幅利下げに踏み切っている。FRB が単月の経済指標を受けて過度に悲観的な対応を行った疑義はある。IMM 通貨先物取引の状況に目をやるとネット円ロングの残高はピーク時の半分まで縮小。この間に 6 円程度、円安が進んだことになる。当面、155 円程度までの上昇は警戒される状況か。しかし、円安相場の持続を担保するだけの需給環境が過去 2 年間の中では比較的弱いのも事実。

～9 月の▲50bp は正しかったのか？～

昨日米国時間のドル/円相場は一時 150.88 円と約 2 か月半ぶりの円安・ドル高水準を付けている。米経済堅調への思惑がここきて一段と強まっており、米金利上昇とこれに伴うドル高相場が促されている。11 月 FOMC を含め「利下げ路線が途切れた」という観測までは優勢ではないものの、その恐れも浮上しかねない雰囲気はある。先週 18 日に公表されたアトランタ連銀の GDPNow によれば 7～9 月期の実質 GDP 成長率(前期比年率、以下単に成長率)は+3.4%を記録している。FRB 利下げに対する本格的な期待が高まったのは 8 月 2 日発表の米 7 月雇用統計以降だった。

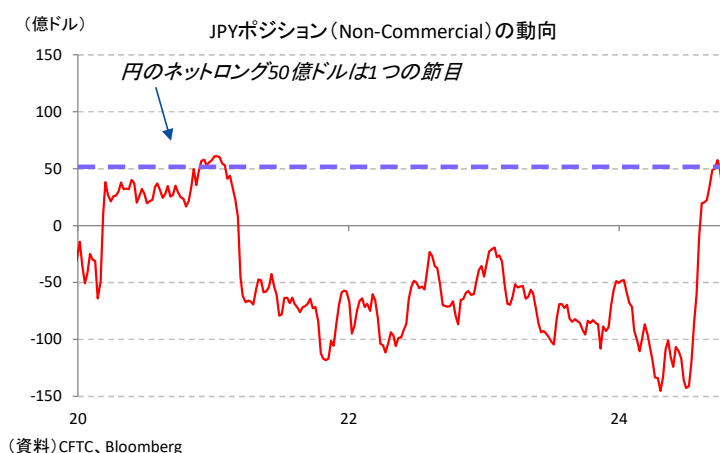
例えば約 2 か月前となる 8 月中旬の成長率は+2%を切っていた。+3.4%は 5 月下旬から 6 月上旬に付けていた水準に近いが、この時、FOMC の 9 月利下げは▲25bp が辛うじて 1 回織り込まれる程度で、11 月の追加利下げ(▲25bp)は全くメインシナリオではなかった。しかし、現実には 7 月雇用統計を受けて 9 月に▲50bp の大幅利下げに踏み切っている。現在目にしているア



トランタ連銀の推計値(+3.4%)を絶対視すべきではないが、FRB が単月の経済指標を受けて過度に悲観的な対応を行ってしまった可能性はないのだろうか。その後に確認されている 9 月分の重要な経済指標(雇用統計や小売売上高など)の好調を踏まえると、9 月の▲50bp は果たして正しい判断だったのかという疑問は当然、抱かれるところではないかと思う。

～円ロングはあと半分～

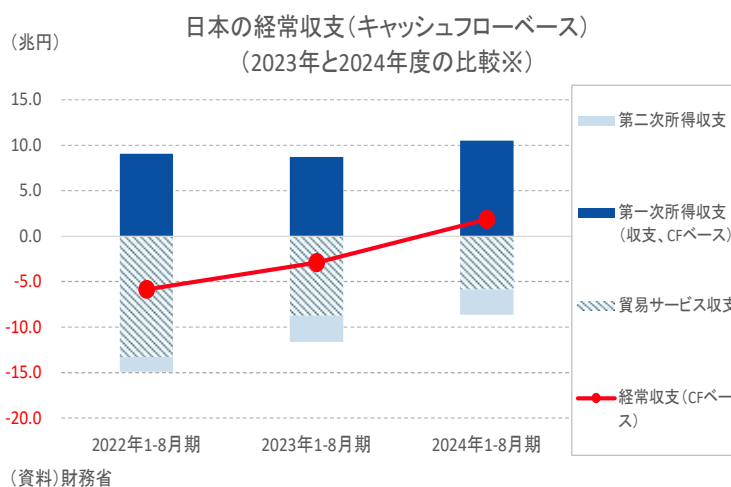
8月以降、注目が集まっている投機筋のポジション動向を示す IMM 通貨先物取引の状況に目をやると 10 月 15 日時点で+28.6 億ドルのネット円ロングであった。ピークだった 9 月 24 日時点の+57.6 億ドルから約 3 週間で半分巻き戻した格好であり、この間に約 144 円から約 150 円へ上昇している。従前より本欄ではネット円ロングが限界を迎える 1 つの目安として「+50 億ドル」に注目し、これ



が巻き戻され中立化する過程での 150 円台定着を予想してきたが、これを若干オーバーシュートする相場になりつつある(図)。ピーク時に対してあと半分程度の円ロングが残っていることを踏まえると、米国経済指標の底堅さも手伝って 155 円程度までの上昇は警戒される状況に見受けられる。ネット円ロングが蓄積した背景はひとえに「日銀の利上げに対し、FRB は利下げ」という対照性への期待があった。しかし、案の定とも言うべきか、それは性急な市場期待として雲散霧消しつつある。

～問題はその先～

但し、本欄や「中期為替相場見通し」で繰り返し述べている点だが、2022 年や 2023 年とは円相場の拠って立つ基礎的需給環境がかなり違う。右図を一瞥するだけでも、キャッシュフロー (CF) ベースの経常収支が過去 3 年間で明確な改善傾向にあることは間違いない。こうした中、投機ポジションの巻き戻しに伴って円安相場が盛り上がること自体は不可抗力としても、それが中立化した後も円安相場が続くのか。筆者はそれを支えるだけの



需給環境が過去 2 年間の中では比較的弱いと感じている。もちろん、新 NISA に伴う「家計の円売り」も踏まえれば、結局は「円を売りたい人の方が多い」という状況は変わらないので、円安が続いてしまうリスクもある。しかし、過去 2 年間と同じ円売りの勢いを期待するのは難しいように思える。

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10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
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～
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～「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、「正真正銘のバブル超え」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～円は正真正銘の最弱通貨～
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は正措置勧告～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	敗れ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	「もしろ」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～