

円ショート整理を超えた円高余地減退

トランプ期待の中立化進捗、実体経済や収益は底堅さ

2017/4/28

為替相場では、投機的な円ショート（売り持ち）のポジション整理を超えた円高余地の減退が注視されよう。昨年 11 月から米トランプ新政権への政策期待で急膨張してきた円ショート、米 10 年債ショート（金利は上昇）、日本株ロングといったリフレ期待ポジションは、3 月中旬から整理巻き戻しが進捗してきた。依然として米国の政策には不透明感が残るほか、北朝鮮などの地政学リスクや欧州の政治不透明感は完全に払拭されていないものの、日米欧ともに実体経済や企業収益の底堅さが再認識されている。

円ロング拡大は銀行株下落に連動、足元は好転

「テレビの販売台数が、地上デジタル放送開始時の購入者の買い替え需要などで増加傾向にある」、「ウエートの高い電子部品・デバイスが、中国メーカーからの受注増でスマートフォン向けを中心に持ち直している」、「新車販売は秋以来相次いで投入されている新型車の売れ行きが良く、新車登録届出台数は前年を上回っている」、「はん用・生産用・業務用機械は、繊維機械や建機に復調の兆しがみられる」、「化学は後発医薬品メーカーなどでフル操業が続き、増産対応も進んでいる」――。

日本の財務省は 26 日、全国財務局長会議を開催したが、各地域の経済情勢では以上のような報告がなされている。今後については米トランプ政権の政策や為替、北朝鮮などの地政学リスクなどへの懸念の高まりが指摘されたが、一方では「株高による資産効果で、富裕層の消費マインドが改善してきた可能性がある」といった前向きな意見も見られている。

その中で為替相場に関しては、3 月中旬以降のトランプ期待剥落やフランス大統領選などの欧州政治警戒、北朝鮮などの地政学リスクといった複合要因による「リスク回避の円高」が一服となってきた。まだ季節的な恒例パターンである「日本の 5 月大型連休中の円高仕掛け」を含めて予断の許さない展開が続くが、少なくとも昨年 11 月以降の過度なトランプ政策期待を受けた円ショート膨張の反転巻き戻しに伴う円高エネルギーは先細りとなってきた。

中長期スパンでいえば、日本では 1990 年代からの長期円高の一因となってきた需給ギャップの悪化やデフレ圧力が後退している（デフレは通貨高、インフレは通貨安の各要因）。昨年のドル/円は 120 カ月（10 年）移動平均線 99.31 円前後（現在）の節目でドルが底入れとなったが、今年は 240 カ月（20 年）移動平均線 108.15 円前後、300 カ月（25 年）108.11 円前後といった重要ラインで踏みとどまる

か否かの攻防となってきた。

シカゴ IMM の投機的な円ポジションは 4 月 18 日週に－3 万 0463 枚のネット円ショートになり、前週の－3 万 4764 枚から 5 週連続で売り持ちが圧縮された（国際通貨先物市場、非商業部門）。昨年 12 月 27 日週の－8 万 7009 枚を直近ピークとして円ショート整理と円買い戻しが進み、昨年 11 月 29 日週の－269 枚以来の低水準へと整理解消が進んでいる。現状のドル/円でのドル最安値は 4 月 17 日の 108.13 円前後となっているが、昨年 11 月 15 日以来のドル安値となっており、「行って来い」の形でのポジション手仕舞いの一段落が示唆されている。

もちろん、昨年 1 月以降や 2007－2012 年時のように、円ショート整理を超えてネット円ロングの拡大に傾斜していく円高持続余地も消えていない。一方で 1990 年代以降の継続的な円ロング拡大局面では、共通して日本の銀行株の低迷が同時観測されてきた。単純に国内でのリスク回避や金融収縮、為替ノーヘッジ型の外債投資萎縮、デフレ圧力などが銀行株安＝円高の連動性を生みやすく、昨年 1 月以降は日銀マイナス金利ショックなどが銀行株の下落と円高の負の共振連鎖を誘発させている。

その点、東証の銀行業指数は 4 月 17 日で一旦の底入れ反発となってきた。まだ反発の持続性には疑心暗鬼が根強いものの、トレンドとしては 40 週（約 200 日）移動平均線や 52 週（約 1 年）移動平均線で踏みとどまったほか、両ラインとも方向性は上向き化を保っている。3 月中旬以降からの反落は「過度なトランプ期待の剥落」による調整の範囲内にとどまっており、世界経済自体の循環回復や、最近の決算発表に見られる日本企業の抵抗力増強などによる銀行株の緩やかな復調トレンドは崩れていない。

米国の内需に先行、輸送株指数が反発に転換

米国に関しても銀行株については、調整下落を経た現在は改めて金融規制改革の緩和や金利低下の一服などが下支え要因となってきた。米金融専門誌のバロンズは 25 日、「魅力増す銀行株、投資するなら今か」と報道。米国系銀行の主要 6 行の 2017 年予想株価収益率（PER）は平均で 12 倍であり、S&P500 指数構成銘柄の 2017 年予想 PER（約 18 倍）に対して「大幅に割安となっている」という見解を示した。銀行株の最近の下落は「あくまでも景気や政治に関する懸念によるもので、利益見通しは改善している」という解説を行っている。

懸案の米国経済の拡大ピークアウトと減速リスクに関しても、米国の内需に先行する NY ダウ輸送株

指数は4月13日で2番底をつけたあと、先行反発へと転じてきた。最近の米国の指標停滞に関しては、1)昨年11月以降の急回復の反動、2)季節的な1-3月低迷ジクスの踏襲、3)暖冬による電力・ガスなどの生産低迷と冬物商戦の不調、4)昨年後半からの金利上昇やドル高の累積効果——などが影響している。しかし、今後は反対にこうした特殊要因の反動が見込まれるほか、3-4月からは金利上昇やドル高、ガソリンなどの資源高が一服となっている。

同時に米国ではトランプ政権の経済政策に遅延・規模縮小が懸念されるなか、中国など対米国貿易赤字国に対して内需拡大の圧力を強めている。25日の米建機大手キャタピラーによる決算発表では、中国でのインフラ投資を含めた「中国事業の見直し改善」が大幅な上振れ要因となった。欧州でも仏大統領の有力候補となってきたマクロン氏が財政出動に前向き姿勢を示しているほか、ドイツでは9月の議会選挙にかけて一定の財政出動が期待されている。

その中で欧州に関しては政治リスクの後退とあいまって、欧州中銀（ECB）による量的緩和縮小や先行きの利上げが注目材料となってきた。昨年以降はECBによるマイナス金利が米国の長期債金利を過度に押し下げる要因となっており、米国債金利の低下歯止めにも寄与していく。為替相場ではユーロ/円やドル/円の下支え材料となるものだ（円高抑制）。

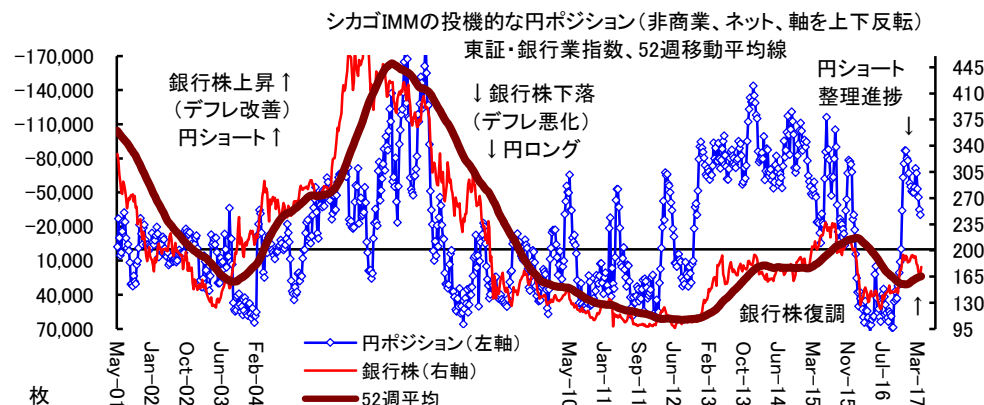
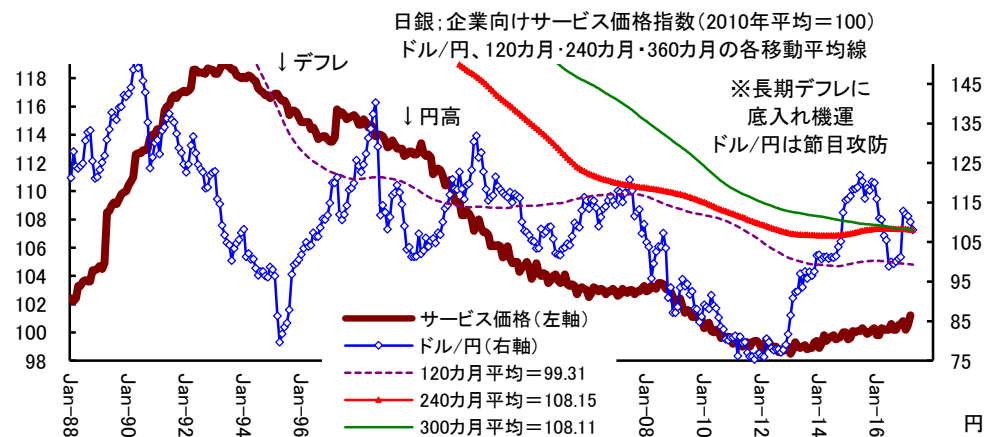
米国の10年債金利については、昨年11月から過去最高規模に急増してきたショート（売り持ち＝金利は上昇圧力）の整理巻き戻しも進捗してきた。米

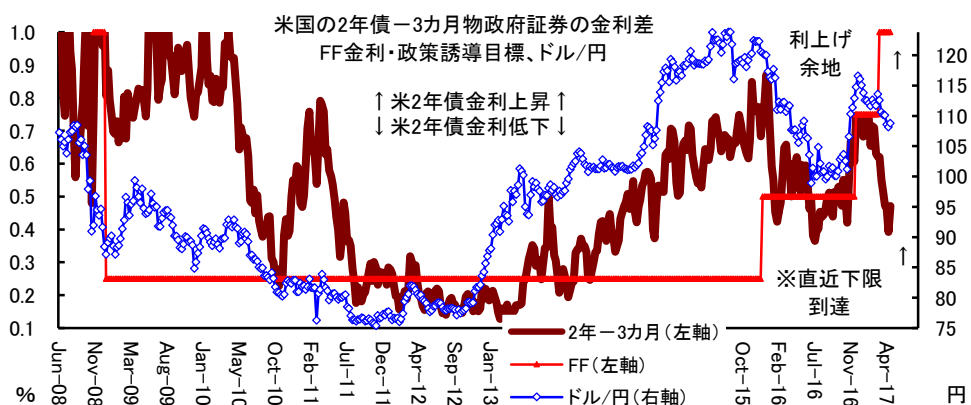
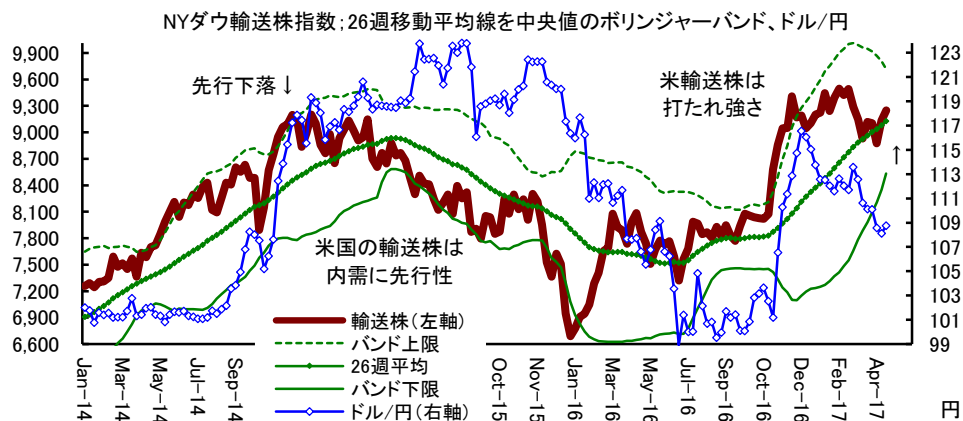
国では大幅遅延でも来年にかけて財政出動の余地が残されており、長期スパンでの米国の成長やインフレ、財政動向を反映する米30年債金利は「対10年債金利との見合い」で下げ渋りとなっている。

米30年債と10年債の金利差は、双方の金利低下の中でも3月からは2009年以降の下限で下げ止まりとなってきた。連動する形で米10年債金利の低下余地の狭まりと、当座の下限フロアの接近が意識されている。ドル/円でも当座のドルの下限到達を示すシグナルとして注視されよう。

もちろん、為替相場ではFRBの利上げペース加速観測の後退が、米国債金利の低下圧力とドル安要因として残されている。しかし、FRBは残り年内2回の利上げ姿勢は保っており、米国債市場でも政策金利の短期FF金利に近い3カ月物の政府短期証券金利は低下幅が抑制されている。4月12日の0.82%から21日には0.77%まで低下したが、年2回の利上げ余地が金利低下の限界値を切り上げており、26日には0.83%方向に再上昇する場面が見られている。

連動する形で同じ短期金利である米2年債金利も、3月13日以降の金利低下が一服となっている。米2年債と3カ月金利差は18日、昨年11月や7月以来の小幅化（接近）となったあと、縮小に歯止めが掛かってきた。現段階での米2年債金利の下限フロア到達を示唆するもので、過去実績ではドル/円でのドルの底入れ（ドル安余地の減退）と符号している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。