

円ショート整理要因の円高加速は鈍化へ

ドル安リスク残るも米国「実質賃金悪化」が防波堤

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/2/16

為替相場は2月から円全面高が加速されてきたが、適温相場で膨張してきた投機的な円ショート（売り持ち）ポジションの整理要因による円高は一旦のピークアウトが想定される。米国株市場でのボラティリティー（価格変動率）関連商品の混乱に伴うリスク回避相場も一服となってきた。引き続きドル安リスクは残るものの、米国では賃金の回復ペース以上にインフレ率の上昇が見られつつあり、11月の中間選挙を前にして実質賃金の悪化リスクが政治面・期待インフレの面などでドル安の防波堤となっていく。

円ショート起点は11月、クロス円は同時期回帰

「安倍晋三首相（自民党総裁）は9月の総裁選に向けて経済再生とデフレ脱却の実績アピール、そのうえでの総裁選圧勝と憲法改正への本格着手を目論んできただけに、政権内では現在の円高・株安に対する緊張感が高まっている」――。

ある官邸周辺筋はこのような指摘を行う。すでに2月9日のNY時間には市場安定化の狙いもあって、意図的な「日銀の黒田東彦総裁を再任へ」といったリーク報道がなされたほか、日経平均株価の2万1000円前後からは自主判断か政治的な間接要請もあってか、公的年金や準公的マネーによる日本株の押し目買いが取り沙汰されている。

とくにGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）については、1-3月期や年度通期の決算発表が7月前後に行われる季節性がある。このまま3月期末に向けて円高・株安が深刻化し、株式運用などでの損失が拡大すると、9月の総裁選直前とあいまって、野党やメディア、自民総裁選での対立候補などから、「アベノミクスは大失敗」といった安倍首相の続投阻止攻撃が強まるリスクをはらんでいる。

その中で14日夜には安倍首相とトランプ米大統領が、1時間15分にわたって電話会談を行った。中心テーマは北朝鮮問題ながら、会談後、トランプ氏は「安倍首相と電話で話し、投資拡大や工場増設を提案した」、「彼は、彼ら（日本側）がそうすると言明した」と述べている。安倍首相自身も「米税制改革で、日本企業のさらなる対米投資が期待されると説明した」と対米経済協調の強化努力を示唆した。

もっとも足元の為替相場では、適温相場の中で大きく積み上げられた投機的な円ショート（売り持ち）ポジションの整理に伴う円全面高について、一旦のピークアウトが想定され始めた。シカゴIMMの投機的な円ポジションは2月6日週にネットー11万2876枚となり、1月9日週の-12万5536枚をピークとして円ショート整理の円買い戻しが見られているが、

15日にかけての円全面高で一段の整理解消が進んだ可能性がある。

最近の円ショートのリターン起点は、昨年11月28日週の-11万0640枚、9月19日週の-5万1322枚などとなってきた。すでに豪ドル/円やカナダ・ドル/円は昨年6月以来の安値（円高値）を更新したほか、ユーロ/円やポンド/円は昨年11月以来の安値へと回帰している。円ショート積み上がり分の外貨高・円安の剥落に連動する形で、円ショート巻き戻し進捗が注目されやすい。しかも14日のクロス円相場は多くの通貨ペアの日足ローソク足チャートで、当座の底入れを示す「長め下ヒゲ」が形成されている。

もちろん、現在は昨年9-10月以降に海外CTA（商品投資顧問）などの短期筋による日本株ロングと円ショート醸成の巻き戻しが、株安・円高をもたらしている。引き続き損失・利益の確定やポジション処理の残存、反対売買に便乗した株安・円高の「逆回転モメンタム仕掛け」などもあって、一段の株安・円高オーバーシュートが警戒されている。

CTA指数、1月後半からの急悪化が一服

そのリスクとの関連では、米ヘッジファンド調査会社ヘッジファンド・リサーチ社による「マクロ/CTA指数」では、直近最低である昨年12月6日の1137から1月26日の最高1220までの+7.3%の急騰から急反落に転換。2月9日には1155と高値比-5.4%もの下落に見舞われた。米国株のボラティリティー関連商品の混乱余波が、急激な損失拡大やポジション・アンワインド、合わせ切りなどをもたらした、それが日本でも円高・株安へと伝播している。しかし、CTA指数は13日に1161と下げ止まりに移行しており、米株VIX指数（ボラティリティー指数）の急低下とあいまって、リスク回避の円高圧力の一旦の鈍化が想定される。

過去実績としてCTA指数の持続的な悪化トレンド入りと、連動する形で円の総合力を示す円実効相場の上昇（円全面高）定着は、世界経済の循環減速入りや原油相場的大幅下落、米国での銀行株下落といった信用不安の高まりと連動してきた。最近では2007-2008年以降や2010年以降、2014-2015年以降などで、顕著なリスク回避地合いへの基調転換が観測されている。

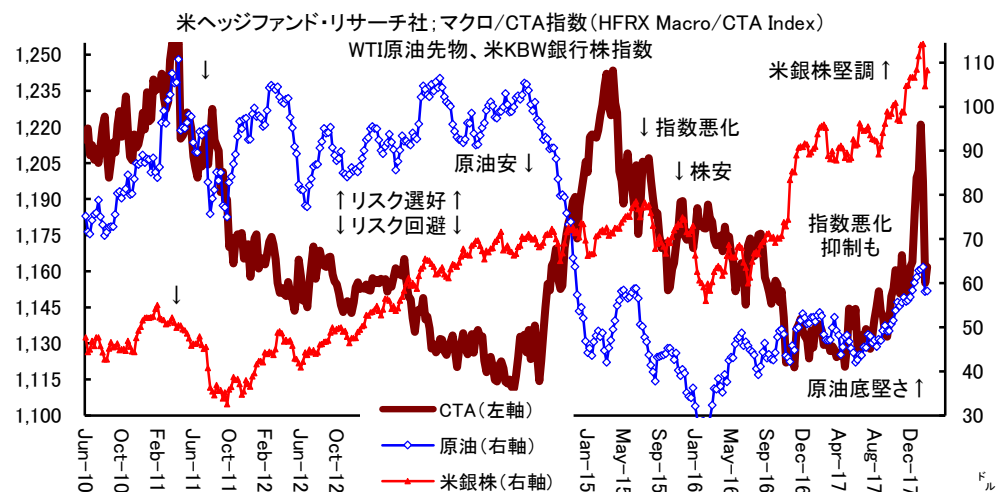
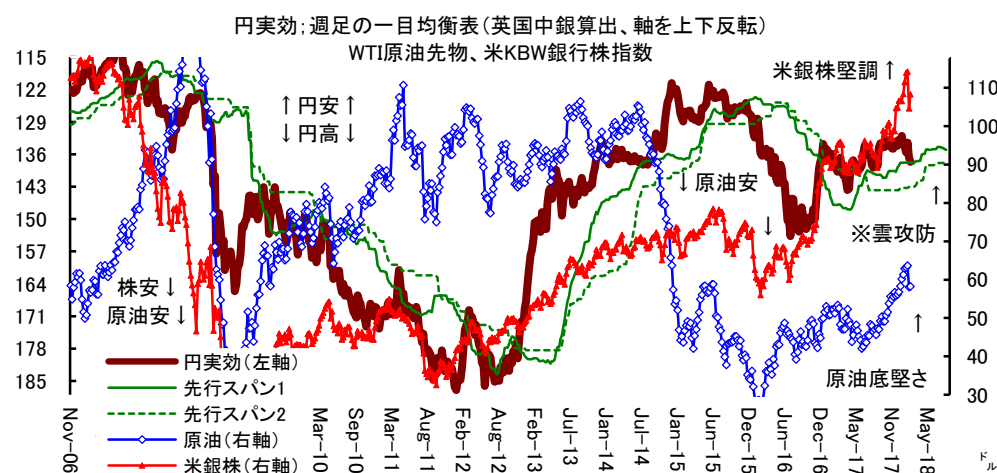
ひるがえって現在は原油相場が底堅さを保ち、米国の銀行株指数は堅調推移を維持したままだ。世界経済の先行指標であるOECD景気先行指数も、最新12月に100.18と前月の100.14から上昇を保ち、22カ月連続での前月比プラス軌道を堅持している。

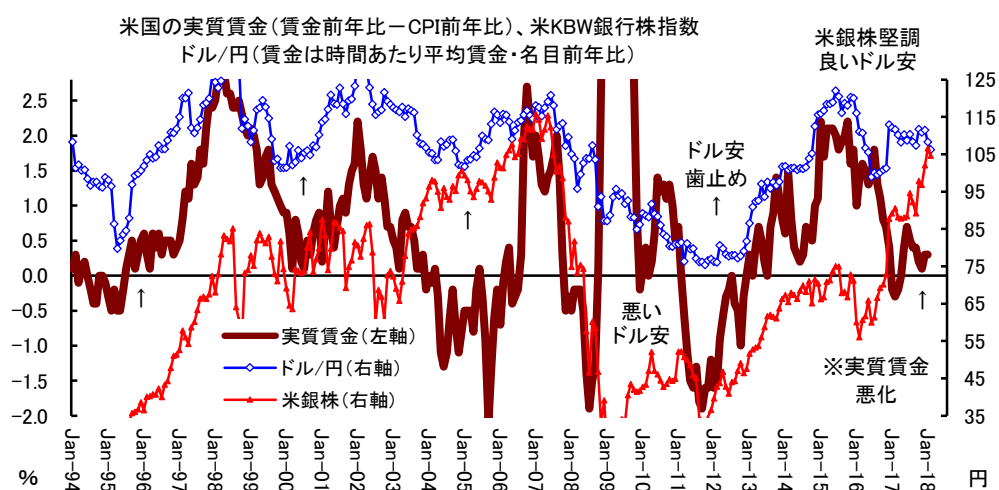
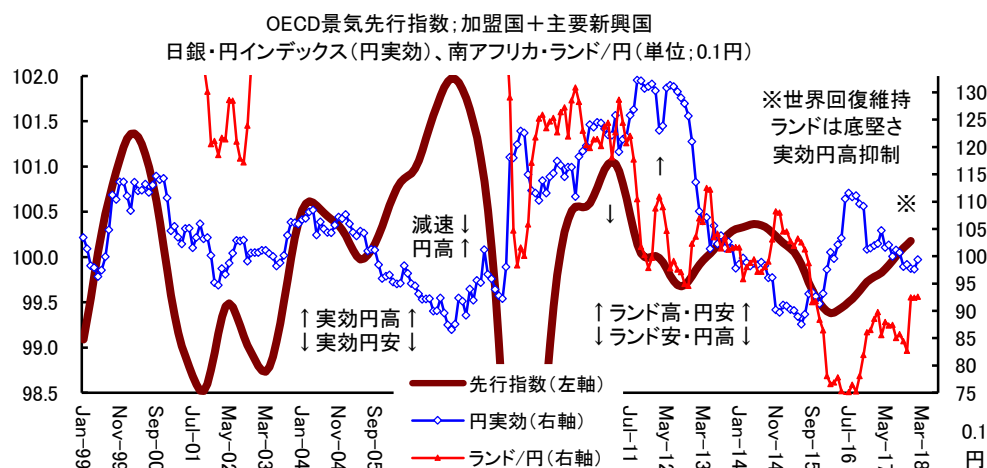
それでも14日には米国のCPI（消費者物価指数）が大きく上昇し、米債金利の上昇が後押しされてもドル全面安が進むなど、為替市場のサイコロジカル・ファッション（現在主流の投資センチメント）を含めたドル安の圧力は根強い。しかし、米国の1月CPIは前年比+2.1%と5カ月連続で+2%台を維持する一方、同じ1月に時間あたり平均賃金は名目前年比で+2.4%となり、改善したものの依然伸び率は抑制されている。

結果、「賃金前年比-CPI 前年比」の実質賃金は+0.3%となり、昨年10月以降は+0.1%から+0.3%で低迷傾向にある。先行きCPIはドル安・資源高などで一段の上昇ペース拡大が見込まれ、実質賃金の

低迷と米国民の購買力低下は11月の中間選挙に向けて政権与党にはマイナス要因となる。

過去には米国での実質賃金低下は、タイムラグのケースを含めてドル/円でドル底入れ反発と相関性を有してきた。背景としては政治的・政策的なドル安歯止めと物価抑制策が働きやすいほか、実質賃金の悪化は期待インフレの悪化要因となり、通貨高へと作用していく。あくまで現在のような「米国の景気改善の中での良いドル安」局面に限るが、最近では米国の実質賃金が+1%割れとなった2016年10月や1999年12月、-1.9%に悪化した2011年9月、-1.1%に悪化した2004年11月などで、その前後からドルが底値をつけるパターンが観測されている。





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、複製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。