

### 適温「過剰楽観」ポジションの整理は進捗

米株ショート化で MMF10 年ぶり高水準、リスク回避減退

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

2018/4/20

国際金融市場では「適温（Goldilocks）相場」への過剰楽観で構築されてきた各種ポジションの整理が進捗してきた。大規模な円ショート（売り持ち）巻き戻しとネット円ロング（買い持ち）傾斜のみならず、米株ナスダック先物でもロング解消を超えてショートまで転換している。米国の投信（ミューチュアル・ファンド）の枠組み内での逃避・滞留資金を示す米マネー・マーケット・ファンド（MMF、キャッシュ資産）は約 10 年ぶりの高水準となっており、過剰楽観の反動と当座のリスク織り込みは一旦の峠越えとなってきた。

#### 円ショート・米株ロングが円ロング・株ショート

「安倍内閣の行方がどうなるうとも来年 7 月の参院選までは景気回復を維持し、自民・公明党による安定政権の継続と衆参ネジレ国会への回帰を断固阻止しなければ、日本の経済と財政は今度こそ大変な事態に陥ってしまう」――。

ある内閣府の関係者はこのように危機感を示す。日本では来年 2019 年に消費税増税が予定されているほか、東京五輪特需の反動剥落始動が見込まれている。続いて 2025 年には、団塊世代が 75 歳以上の後期高齢者入りとなる社会保障危機が目前に迫ってきた。その試練の時代にまたぞろ「失われた 20 年」や「デフレ 15 年」の一因である政治の不安定化が再燃すると、「巨額な財政赤字の現実と財政の番人である財務省の信認失墜とあいまって、日本のメルトダウンが現実化する」（同）危うさをはらんでいる。

もっとも短期的には米国の対日通商圧力や安倍政権の終焉といったリスクが残りがら、日本の株価と円相場は安定化してきた。背景として挙げられるのは、昨年からの「過度な適温相場期待」で積み上げられてきた楽観ポジションの整理解消が進捗してきたことだ。年初からの日本での円高・株安は米国発の貿易戦争リスクや日米の政治不安などの複合リスクが影響したが、リスク回避相場を増幅させたのは過剰楽観相場の揺り戻しであった。しかし、足元では各種ポジションで調整に一巡感が見られつつある。

例えばシカゴ・マーカンタイル取引所のナスダック 100 先物・投機ポジション（CME、MINI、非商業部門）は、4 月 10 日週に -6664 枚のネット・ショートになった。2 週連続での売り持ちとなり、前週は -1 万 5792 枚と 2014 年 12 月以来という大幅ショートを記録している。昨年 4 月の +11 万 4523 枚が直近最高のロングとなる形で、ロング圧縮からショート傾斜まで持ち高調整が進捗してきた。

同じくシカゴ商品取引所（CBOT）の NY ダウ先物ポジションは、4 月 10 日週に +1 万 7435 枚のネット・ロングとなり、前週の +1 万 9562 枚から 3 週連続で買い持ちが減少している。昨年 9 月の +9 万 5721 枚をピークにロング縮小が加速され、2016 年 4 月以来の低水準となってきた。こうした米株ロングの調整は、円先物ポジションでの昨年 11 月を最高とした円ショート巻き戻しと 4 月 3 日週からの円ロング傾斜（2016 年 11 月以来）と符号した動きだ。

先行きナスダック、NY ダウともに、ショート積み上がりの可能性は無視できない。しかし、米国株は 4 月から四半期の期替わりもあって下限が切り上がりに移行しており、当座は過剰な適温期待の反動剥落を超えた売りエネルギーは減退が見込まれる。米国株市場の材料としても 5 月にかけては、1) 決算発表への期待感、2) 確定申告と税還付を受けた個人マネーの株式流入、3) 決算発表後の自社株買い再開、4) 貿易戦争リスクや地政学リスクの一旦の消化、5) 米長期金利の急上昇一服――などが米国株の下支え要因となりやすい。

#### 米 MMF 逃避が高水準、逆流反転なら株高と円安に

しかも米国株市場では歴史的な高値圏への警戒感や複合リスクへの備えとして、昨年後半からキャッシュ化の動きが広がってきた。逃避・滞留資金の受け皿となるマネー・マーケット・ファンド（MMF、キャッシュ資産）の資産残高は、3 月 7 日週に 2 兆 8580 億ドルとなり、2010 年 5 月以来の高水準となっている（米国の投信協会＝ICI）。その後も MMF 滞留が続き、最新 4 月 11 日週は 2 兆 8269 億ドルと高止まりしたままだ。

内訳には長期スパンでの株高天井と一段の債券安（金利上昇）を警戒した逃避マネーもあり、MMF は高止まりが続く可能性がある。同時に米国の短期金利上昇に伴う内外からの余剰現金の米 MMF シフトや、税制改革を受けた米国企業による海外利益などの一時的な米 MMF 滞留も想定される。

一方で過去実績として株安局面で逃避した資金が「投信以外」の現預金などに流出せず、「投信の範囲内」である MMF への滞留にとどまっている場合、米国株の割高是正や落ち着きに連れて、米国株型投信に回帰する往来パターンが繰り返されてきた。

同時に米国での MMF 逃避一服と米国株投信回帰の場合、タイムラグを経てリスク許容度の改善が外国人投資家による日本株買いへと波及している。同時に日本株への資金溢出がリスク選好となり、為替相場ではドル/円、クロス円で円安が支援されてきた。

すでに米国のMMFは3月上旬にかけての急増から増加ペースは鈍化しており、当座のキャッシュ化ラッシュに一服感が見られ始めた。

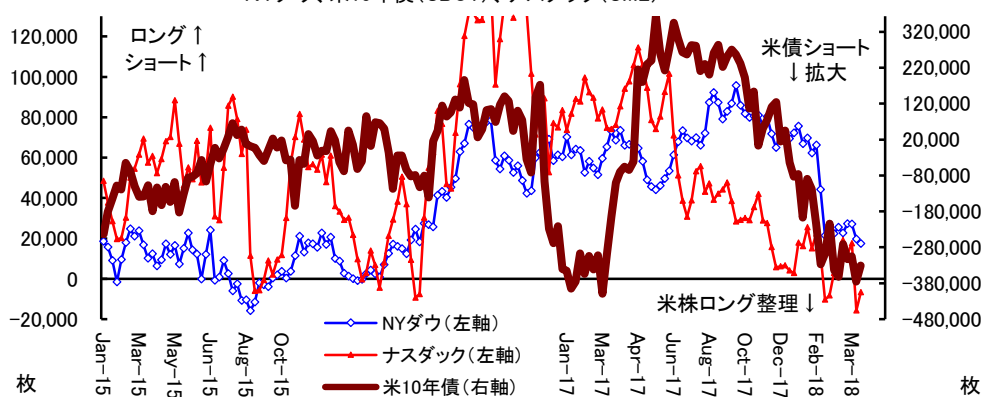
リスク回避の一服を示す形で、米ヘッジファンド・リサーチ社による「グローバル・ヘッジファンド指数」も反発に転じている。最近では1月26日を高値に4月6日の安値まで-4.3%の急落となったあと、下げ止まりへと移行。4月16日以降には2月2日以来となる25日移動平均線の上抜け攻防に直面している。

一方、今年の1月以降は過剰な適温楽観の反動のほか、米国債金利の上昇（債券価格は下落）に対する警戒感が狼狽的なリスク回避を後押しさせた。その過程でCBOTでの投機的な米10年債ポジションは

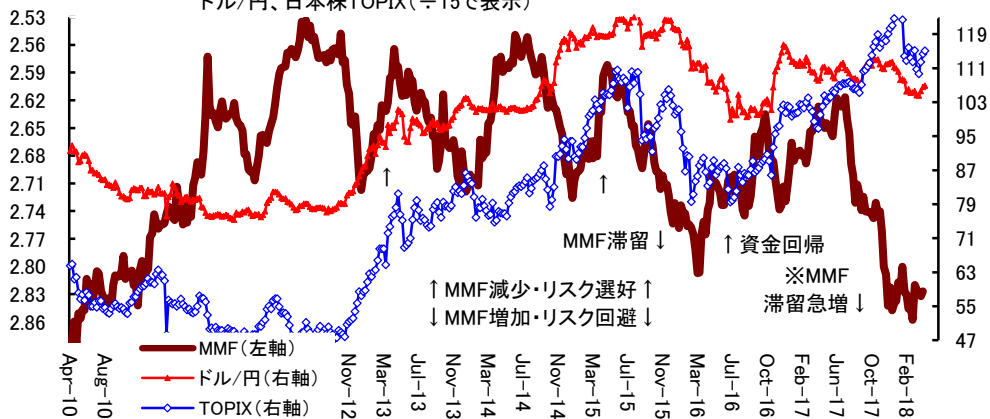
4月3日週に-37万5365枚となり、2017年2月の-40万9659枚以来の大幅なショートへと急膨張している（債券売り＝金利は上昇圧力）。しかし、10日週には-33万0635枚と減少に転じてきた。昨年8月の+28万3719枚を直近最高としたロングの解消とショート急拡大の勢いには一服感が見られている。

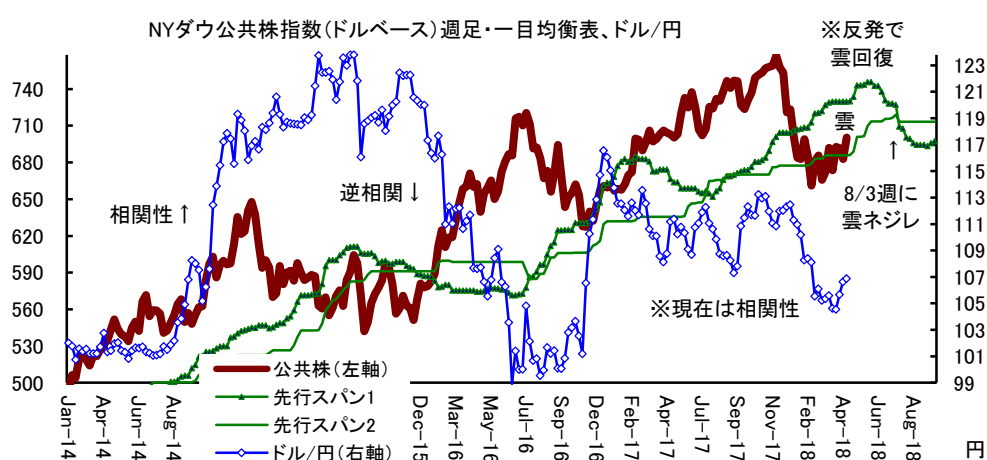
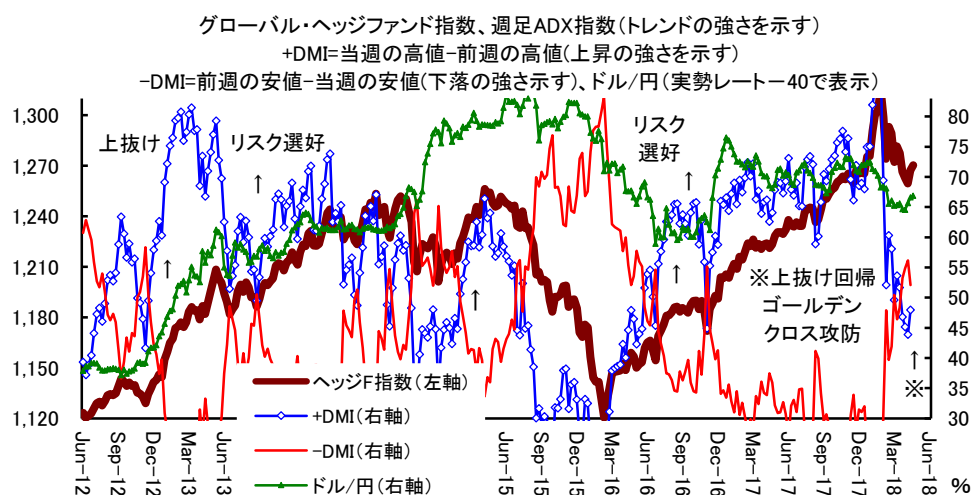
2007年以降の米10年債ショート最高は、-40万枚前後となってきた。すでに直近最高水準へのショート拡大で当座の米10年債金利の上昇余地は織り込みが進んでおり、少なくとも年初以降の「米債金利上昇と日本を含めた世界株安」や「世界株安とリスク回避の円高」、「米債価格下落とドル安」といった流れには、反動逆戻しの潜在余地が注視されよう。

シカゴ先物取引所の投機的ポジション(非商業部門、ネット)  
NYダウ、米10年債(CBOT)、ナスダック(CME)



米投信協会(ICI) : MMF資産残高(軸を上下反転)  
ドル/円、日本株TOPIX(÷15で表示)





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。