

日本株、ドル建て優位から円建て挽回

海外勢の為替ヘッジ円売りや円安・株高仕掛け焦点

2018/5/25

日本株は年初からの円高・ドル安圧力を受けたドル建て優位から（海外勢は為替差益）、3月後半以降のドル高・円安の進展と円安恩恵効果などもあって円建て成績が挽回し始めた。先行き海外勢の日本株戦略では既存保有分や新規投資分で、円安に伴うドル換算などでの為替差損に備えた為替ヘッジの円売りが注目されよう。現状から一段の円安余地が生まれると、海外短期筋からは円売り・日本株買いの仕掛けが想定されるほか、円安による収益復調期待が海外勢の日本株流入を呼び込む好連鎖を促す。

短観想定比ドル高、日経平均は前期高値を上抜け

「9 四半期ぶりにマイナス成長となった日本の 1－3 月期実質 GDP は、『政策担当者に安心している余裕はない』という明らかなメッセージを送っている。6 月 20 日で国会が会期末を迎えると、当座の政策対応では日銀の役割が大きくなり、黒田日銀は『1－3 月の落ち込みは一時的なもので、景気減速の始まりではない』ことを明確に示す必要があるだろう」――。

米国の大手金融機関・アジア担当幹部はこのような期待感を示す。そのうえで「非常に重要なのは、日銀は円高阻止に向けてあらゆる策を講じるとみられる」という見立てを行っている。

実際に日銀の黒田東彦総裁は 22 日、参院財政金融委員会会で「2019 年度以降は景気見通しに下振れリスクの方が大きい」、「物価見通しは下振れリスクの方が大きい」、「物価 2% 目標の実現にはなお距離がある」などと慎重見通しを示しながら、「現在の金融緩和を粘り強く続けることが適当」などと円高・デフレの阻止を含めた緩和長期化の覚悟を示唆した。ある公的金融の幹部は「現在の米国政府・当局による原油高とドル高の実質静観モラトリアムを千載一遇の好機と見なし、黒田総裁は愚直な緩和継続で物価 2% を本気で達成させる構え」と解説する。

その中で日本株市場ではドル高・円安の進展もあり、年初来リターンではジワリと「円建て成績」が挽回し始めた。年初からはドル安・円高のほか、円高抵抗力の増強による過去比での円高・株安度合いの軽減もあって、ドル建てでは大きく崩れず、相対的な「ドル建て成績優位」が続いてきた。海外勢の日本株売買は年初からの大幅売り越しのあと、3 月後半から買い越しに転換したが、これまではドル建て優位であったため、円買い・日本株買いでも小幅な利益が得られた経緯がある。それが部分的な円高要因となる場面も見られている。

しかし、ドル建て日経平均は、5 月 14 日の年初来

+3.33% が直近ピークとなる形で上昇ペースが鈍化してきた。かたや円建て日経平均は、5 月 14 日から年初来プラスを回復。21 日には円建て +1.04% に対し、ドル建ては +2.46% となって「円建て－ドル建て」の年初来格差は -1.42% となった。依然として円建てが劣勢ながら、マイナス幅は 3 月 23 日の -6.51% をボトムに縮小傾向が続き、1 月 12 日以来の小幅縮小へと接近している。

その中で海外勢による日本株投資については、依然として「一段のドル高・円安」というテーマが残存している。日本企業の為替影響という点では、3 月の日銀短観で大企業・製造業の想定ドル/円レートは 2018 年度通期が 109.66 円となっていた。その後、3 月末の実勢ドル/円は 106.22 円前後となっており、一時は想定比 -3.4 円以上のドル安・円高を織り込む株安場面が見られている。しかし、5 月 21 日には 111.40 円前後までドル高・円安が進行し、現状では想定比 +1.7 円以上の為替差益が確保されつつある。

円ショート伸びしろ、円安・株高の短期加速余力

過去実績として今回のように短観の想定レートに対し、調査月の四半期末時に実勢ドル安・円高が進展したあと、翌四半期にかけて想定比ドル高が進んだケースとしては、2016 年の 9 月後、2012 年 9 月後、2011 年 12 月後――などの例があった。そうした最近例では日経平均の「四半期中・高値比較」として、短観後の翌四半期にかけて前期の高値を上回るパターンが繰り返されている。今回は先行き外交などの不透明材料が山積しているとはいえ、6 月にかけて 1－3 月期の高値 2 万 4129 円の上抜け攻防に移行していく可能性は非現実的でない。

これから海外勢が期間限定ながらも一段の円安による日本企業の収益復調を見込む一方、円安によるドルベースでの為替差損を先物などでの円売りヘッジでカバーするとすれば、株高と円安の好スパイラルを助長させていく。既存保有の日本株でも、為替ノーヘッジ部分や低ヘッジ部分では、円安リスクに備えたヘッジの円売りカバーが注目される。

こうした要因もあり、僅かでも円安余地が広がると海外短期筋からは円売り・日本株買いの仕掛け再開が想定される。同時に円安による日本企業の業績上方修正期待が、さらなる海外勢の日本株流入を呼び込む好連鎖を促す可能性を秘めている。

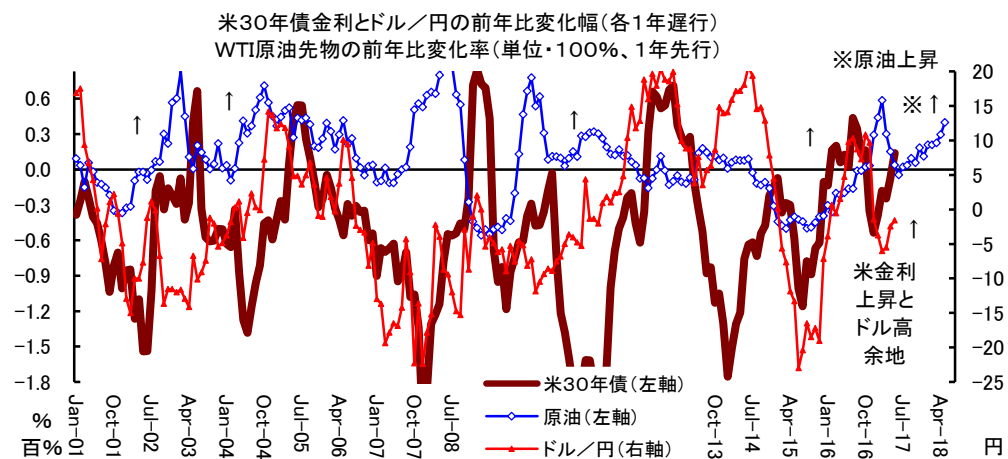
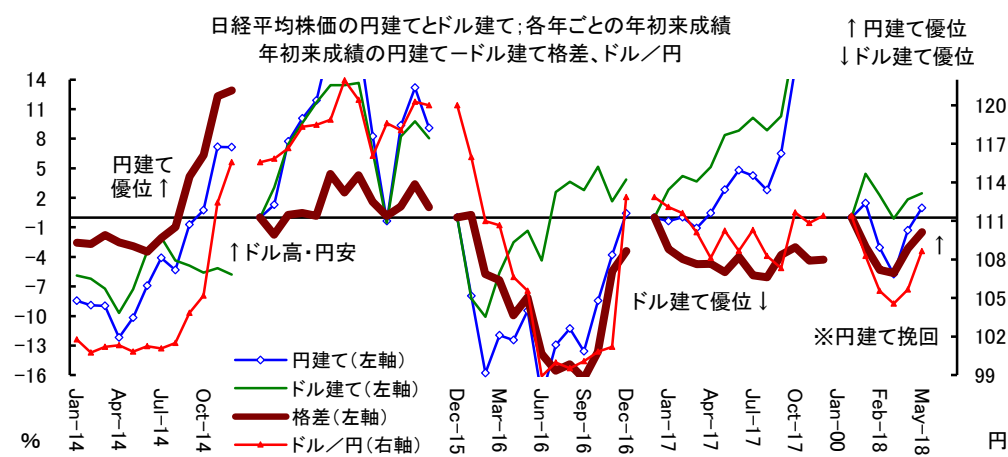
昨年も年初からはドル安・円高に見舞われ、1－3 月にかけてはドル建て優位が続いた。しかし、4 月後半から円建てが年初来プラスを回復し、「円建て－ドル建て」の年初来・成績格差は 4 月中旬の -7% か

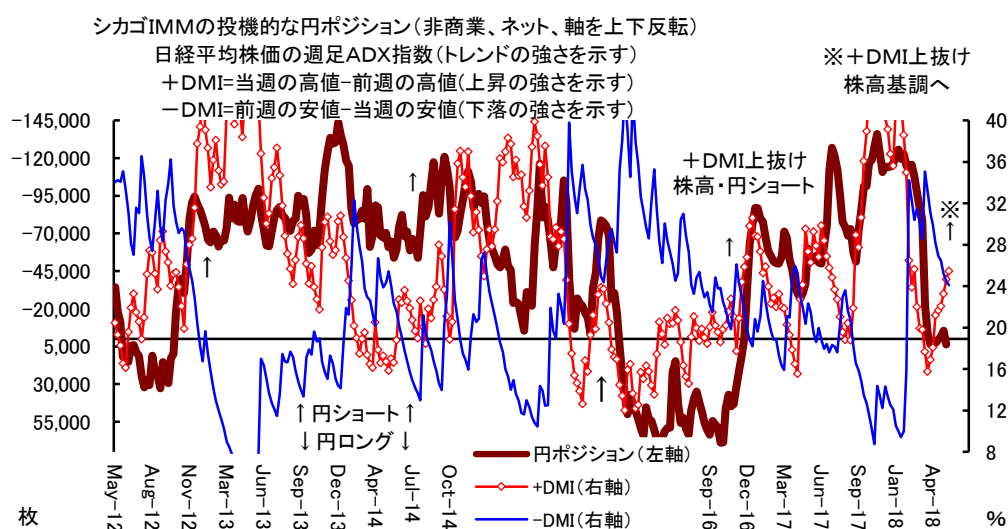
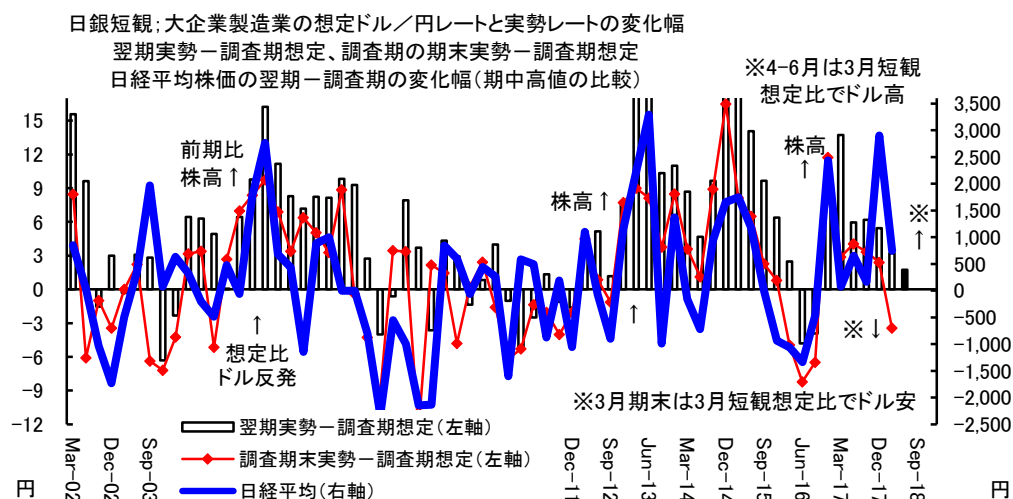
ら7月以降には現在と近い-2%へと縮小している。当時は根強いドル安・円高の圧力が続いたものの、円高・株安の勢い鈍化とともにリスク回避の円高圧力が減退。1ドル=108-109円前後でのドルの底這いと下値固めを経て、昨年10-12月にかけては、112-114円方向にドル高・円安が進んだ実績を有している。

しかも現在の為替相場ではシカゴIMMの投機的な円ポジションで、最新5月15日週に+3680枚のネット円ロングとなっている（国際通貨先物市場、非商業部門）。前週の-5462枚というネット・ショートから、4月27日週以来の買い持ち超過へと転じてきた。最近では昨年11月に-13枚5999枚という2013年12月以来の大規模な円ショートが積み上が

ったが、その後は円ショート整理と円買い戻しが進展。今年4月には2016年11月以来のネット円ロングに傾斜するという、円高加速要因となってきた。

一方で過去実績として、日経平均株価が「ドル建てよりも円建て優位」で上昇する場面では、海外短期筋による円売り・日本株買い仕掛けや、海外リアルマネーによる為替ヘッジ型の日本株投資、あるいは既存保有の日本株に対する円安リスク回避ヘッジ措置などもあって、円ショートが連動拡大するパターンが観測されてきた。現在は潤沢に円ショート伸びシロが残されており、期間限定による円ショート・日本株ロング形成を含めた円安・株高のモメンタム増幅が注視されよう。





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。