

円キャリー再開、過去は7円以上のドル高 今回起点108円、米金利上げ渋りも変動率安定に

2018/7/20

為替相場では海外短期筋などによる円調達キャリートレードの再開が取り沙汰され始めたが、過去実績として7円以上のドル高・円安が形成されてきた。今回の起点は108円前後であり、115円方向のドル高余地が残されている。現在は潜在的な通商摩擦懸念や原油高・一服、FRBによる慎重なペースでの利上げ堅持などで米長期債金利が上げ渋りとなっているが、各種市場での変動率（ボラティリティ）抑制や米国景気の延命に寄与するもので、日本と海外の金利差拡大による円売りの持続性を支援する。

FRB議長「2-3年は成長」、先行きドル底上げ

「海外のマクロ系ヘッジファンドやCTA（商品投資顧問）などの短期筋は、米国景気の好調さとFRBによる利上げ継続、日米金利差の拡大見通しを背景として、当座のドル高・円安を見据えた円調達キャリートレードを再開させている」――。

ある米国系ファンドの幹部はこのように打ち明ける。海外短期筋による円キャリー取引の動向で参考になるのが、シカゴIMMの投機的な円先物ポジションだ（国際通貨市場、非商業部門）。最新7月10週には-3万9832枚のネット円ショートとなり、前週の-3万8730枚から円の売り持ちが増加。4-6月にかけてのネット円ロング傾斜局面を経て、3月13日以来の円ショート規模に拡大してきた。

今後でいえば直近の円ショート最高は昨年11月の-13万5999枚であり、3倍以上の円売り余地が残されたままだ。円のロングとショートの合計ポジションに占める円ショート比率は7月10日に62.4%となっており、この点でも直近最高である昨年12月から今年1月の80-82%や昨年7月の84%、昨年1月の80%といった直近上限に比べると、円ショートの拡大余地が残存している。

過去には円ショート転換後、最低でも+7円前後のドル高が観測されてきた。今回の円ショート始動時の起点は108円前後であり、当座は調整ドル安を経ながらも115円方向へのドル高余地は無視できない。

前回のネット円ロングからショートへと転換局面としては、2016年11月29日週以降があった。当時のドル/円はその後、111円から118円超えまで+7円のドル高が観測されている。そのあとでは昨年9月にかけて円ショートが-5.1万枚に縮小されたあと、11月に-13.6枚に再拡大される場面があった。同期間中にドル/円は107円から114円超えへと切り上がり、やはり+7円幅のドル高が観測されている。

その他、過去には円ロングから円ショート転換局

面で、2012年10月以降に+24円幅、2009年3月以降に+7円幅、2006年6月以降に+10円幅、2005年2月以降に+17円幅といったドル高実績が見られてきた。過去にはヘッジファンドなどによる円キャリー取引着手について、「+5%以上のドル高・円安にメドがついた段階」といった判断基準が取り沙汰されたこともあったが、今回も予期せぬリスク回避材料が浮上しない限り、一定の目標レベル達成までのドル買い・円売り戦略の持続が注目されよう。

しかも現在の米2年債金利は来年にかけての緩やかな利上げ継続を見越し、2.6%と2008年10月以来の高水準に切り上がってきた。単純に「2年後のFF政策金利の2.6%方向（現在は2.0%）」を織り込む動きとなっている。2年先のFF金利の現状比・上昇余地が見えている限りは、ドル/円も「2年後の現状比ドル底上げ」という見通しが支援されやすい。

現在は通商摩擦を含めて先行き不透明感が蔓延しているが、パウエル米FRB議長は17日、議会証言でトランプ政権による税制改革や財政出動について、「米国の経済成長を向こう2-3年にわたり支援する」という予測を示した。来年以降には減税効果の剥落が懸念されているが、クドローNEC（国家経済会議）委員長は18日、「米国のGDP成長率は年内にも4%に達する」したうえで、減税については「第2弾、第3弾、第4弾まであるかもしれない」と示唆している。

年初混乱のVIXポジション圧縮、リスク回避抑止

こうした見通しもまた、年後半や2年先に向けた「現状比でのドルの底上げ」期待を後押しさせるものだ。

ちなみに現在の2年前にあたる2016年6月FOMCでは、短期的な景気見通しや利上げスケジュールを下方修正させながらも、長期展望では「FRBが目標とする2.0%成長という巡航速度での景気拡大が、2016-2018年にかけて続く」、「失業率は2018年でさらなる改善を見込む」といった見通しが示されていた。その後は減税などの政策効果も加わったが、FRBの見立て通りの景気と失業率の改善軌道が維持されている。

結果、ドル/円は5月から2年前比でドル高に転換してきた。2014年後半からの2年前比ドル安の基調に歯止めが掛かり、2016年5月以来のプラス回復となっている。過去に「2年前比でのドル高転換」としては、2012年12月以降、2015年10月以降、2001年1月以降、1996年2月以降などで観測されたが、ほぼ全ての局面において1年から2年スパンのドル

高・円安トレンドが形成されている。

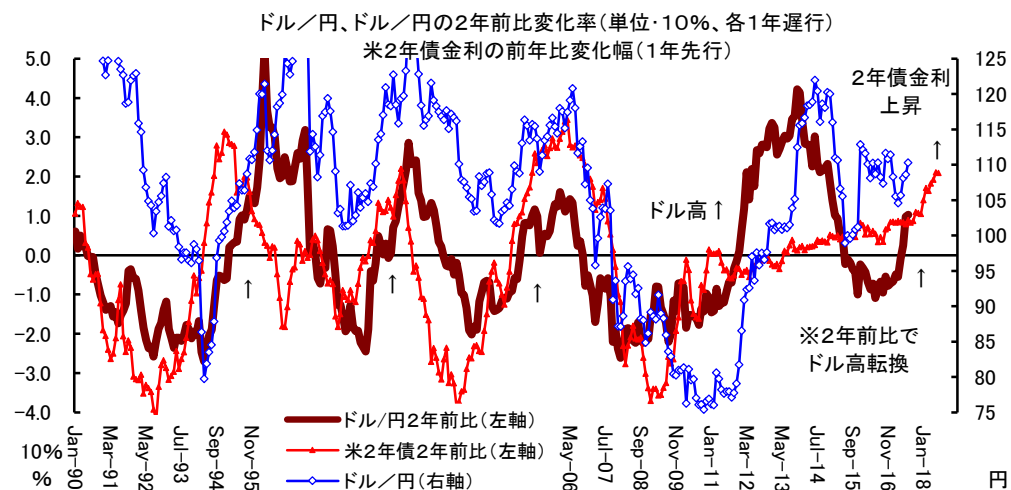
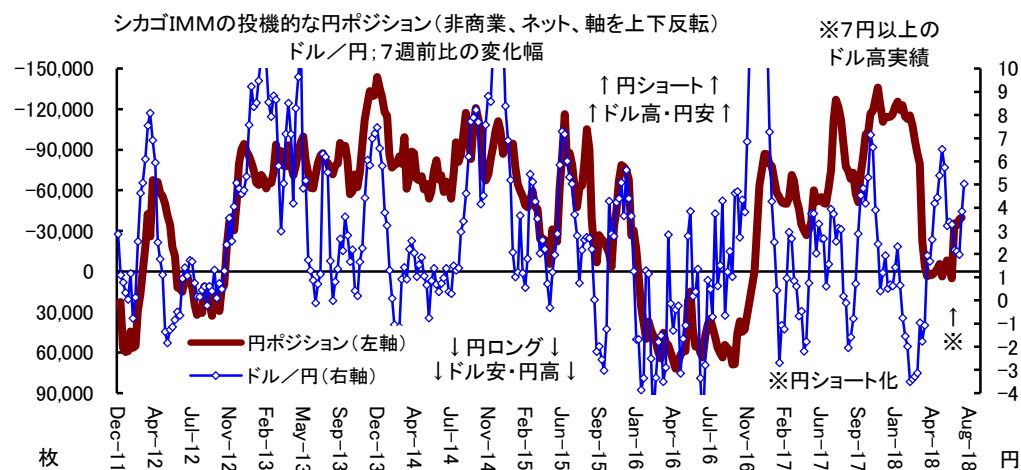
一方で現在は米 10 年債金利が、3%手前で上げ渋りとなっている（債券価格は下げ渋り）。背景としては潜在的な通商摩擦への懸念や原油高一服、FRB による慎重なペースでの利上げ堅持などがあり、円キャリー拡大の制約要因となる。米 10 年債金利の上げ渋りについては、「FRB が推計する FF 金利の中立水準が 2.9%であり、先行き潜在成長率の底上げなどによる中立金利の上方修正機運が見えてこない限り、10 年債金利も 3%超えでの定着が見通しにくい」（国内証券系ストラテジスト）といった指摘もなされている。

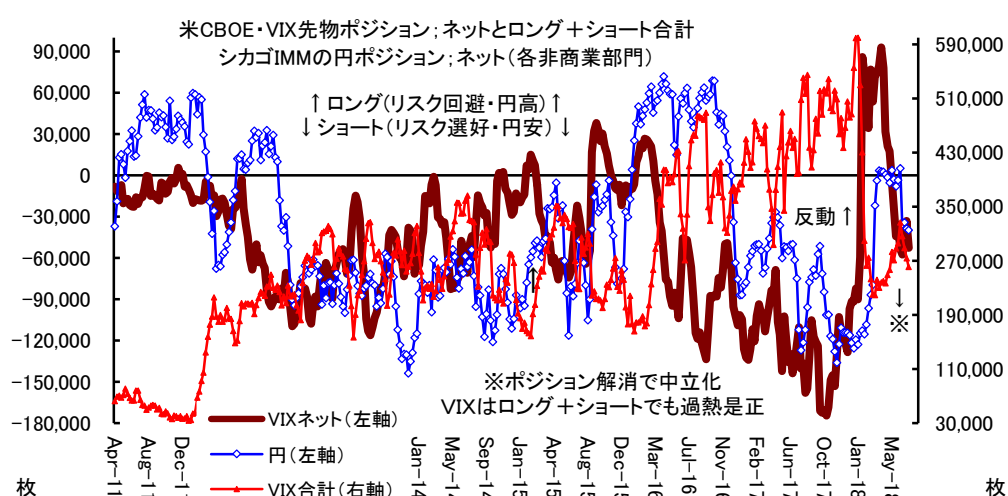
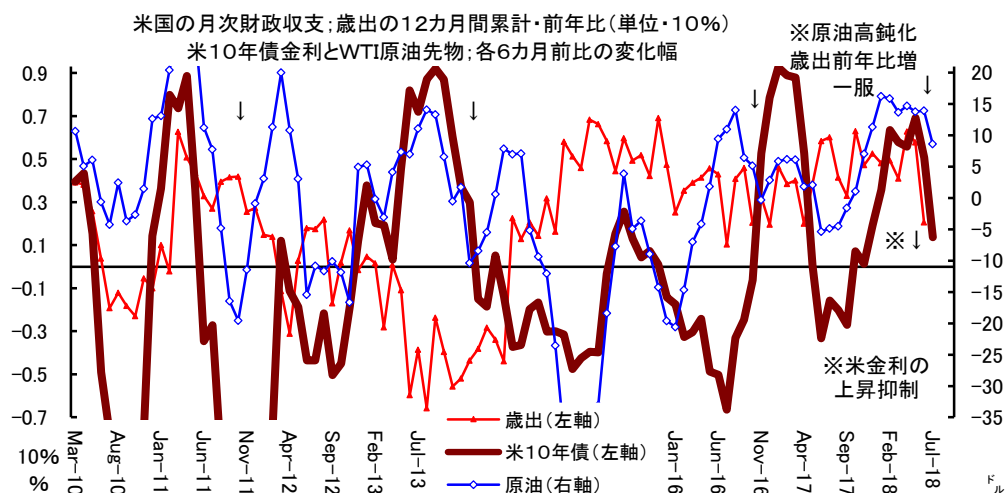
しかし、現状から米 10 年債金利が大きく低下しない限り、日銀の長期金利抑制策とあいまって、日米の金利差は一定の開きが担保。今年 1-2 月は減税成立への過剰反応もあり、米 10 年債金利は 2.4%から 2.9%への急上昇となったが（債券価格は急落）、当時は金利差拡大よりもリスク回避と市場変動率（ボラティリティー）の上昇が円高を加速させている。

その点で現在の米 10 年債金利の横這い安定化は、変動率抑制や米国の景気と株価の下支え、新興国打撃の緩和などを通じて、円高圧力減退と円キャリーの持続性を支援しやすい。

今年前半の場合、米株投資家の不安心理を示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）の VIX 指数（ボラティリティー・インデックス）の混乱も、リスク回避の円高を後押しさせた。当時は昨年末までに「VIX 低下の過剰楽観ポジション」と連動して大きく膨張してきた円ショート・ポジション（売り持ち）が、VIX 混乱に連動して円ショート巻き戻しの圧力に直面。円高加速に見舞われている。

しかし、現在は VIX 関連と円のポジションが揃って中立化の圧縮が進み、いずれも新規のショート幅はまだ限定的だ。その分だけ今年前半のようなショート踏み上げとその勢いに便乗した「VIX 上昇・円高・日本の株安」という投機仕掛けの前提環境と潜在マグマが醸成されていない。





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。